

INFORME JURÍDICO

Emisión de acciones tokenizadas de KELPA, S.A.

Aumento de capital por importe de EUR 2.000.000 mediante acciones representadas a través de sistemas basados en tecnología de registros distribuidos

11 de octubre de 2026

Borrador para discusión — Sujeto a revisión con datos definitivos y a validación regulatoria y fiscal

Advertencia y limitaciones

El presente documento constituye un borrador de trabajo preparado con carácter preliminar sobre la base de la documentación facilitada y del marco normativo vigente a la fecha de su emisión. No constituye asesoramiento jurídico, fiscal, financiero ni de inversión definitivo, ni una recomendación de suscripción. Su contenido requiere revisión final una vez se disponga de los datos definitivos de la operación (cap table plenamente diluido, precio por acción, valor nominal y prima de emisión, número exacto de acciones, calendario de valoración, uso detallado de fondos, datos registrales del emisor y de la entidad responsable de la inscripción y registro y versión definitiva de los estatutos sociales), así como validación regulatoria y fiscal específica, con anterioridad a su circulación entre terceros.

Documento de trabajo sujeto a secreto profesional y a confidencialidad. No debe ser circulado a terceros sin autorización previa.

Índice

[Para actualizar el índice en Microsoft Word: seleccionar el índice y pulsar F9.]

1. Resumen ejecutivo

1.1 Objeto y alcance del informe

El presente informe tiene por objeto el análisis jurídico de la proyectada emisión de acciones ordinarias de KELPA representadas mediante sistemas basados en tecnología de registros distribuidos (en adelante, «TRD» o, indistintamente, «DLT»), por un importe total de dos millones de euros (EUR 2.000.000) entre valor nominal y prima de emisión, a realizar mediante aumento de capital social con cargo a aportaciones dinerarias y, por tanto, en el mercado primario (en adelante, la «Operación»). El informe examina la naturaleza jurídica del instrumento proyectado, su clasificación regulatoria a la luz del Derecho de la Unión Europea y del Derecho español del mercado de valores, el régimen societario aplicable, el perímetro de exención del Reglamento de Folletos, las obligaciones derivadas de la normativa de servicios de inversión, el riesgo de recalificación del emisor como vehículo de inversión colectiva, y las implicaciones de prevención del blanqueo de capitales, protección de datos y fiscalidad, así como las actuaciones documentales y societarias necesarias para la ejecución de la Operación.

El alcance del informe se circunscribe al Derecho español y al Derecho de la Unión Europea directamente aplicable en España, a la fecha de referencia indicada. No se emite opinión alguna sobre el Derecho de ninguna otra jurisdicción y, en particular, no se emite opinión sobre el Derecho inglés, irlandés ni de ningún otro ordenamiento que pudiera resultar relevante respecto de las sociedades participadas por el emisor domiciliadas fuera de España, ni sobre el régimen de comercialización transfronteriza que pudiera resultar de aplicación si la Operación se dirigiese a inversores residentes en otros Estados miembros o en terceros países. Cualquier extensión del perímetro subjetivo de la colocación más allá del territorio español exigirá un análisis específico de las normas de oferta pública y de comercialización de cada jurisdicción de destino, que no se contiene en el presente documento.

El informe se emite con carácter preliminar y con la finalidad de permitir la adopción de decisiones estructurales informadas en una fase temprana del proceso. No constituye asesoramiento jurídico definitivo, ni un dictamen de emisión (legal opinion) susceptible de ser invocado por terceros, ni una recomendación de inversión o de suscripción, ni una valoración del emisor o de sus activos subyacentes. Su contenido deberá ser objeto de revisión y actualización una vez se disponga de la documentación pendiente que se identifica más adelante y con anterioridad a su circulación entre terceros distintos del destinatario.

1.2 Documentación examinada

Para la elaboración del presente informe se ha examinado la siguiente documentación, facilitada por el destinatario o accesible públicamente:

- Informe de investigación interno relativo a KELPA, a su estructura de participaciones, a sus sociedades filiales y a los proyectos en desarrollo en Madrid y Birmingham, del que se extraen los datos societarios y operativos descritos en el apartado correspondiente de este informe.
- Memorándum de inversión de Stoneweg Surf Parks de fecha 26 de septiembre de 2025, en el que se contienen la descripción de la plataforma paneuropea de urban surf, la caracterización de los proyectos de Madrid y Birmingham, los parámetros de capex e inversión total, las proyecciones de ingresos estabilizados, EBITDA, precio de salida, tasa interna de retorno (IRR) y múltiplo sobre el capital invertido (MOIC), así como la descripción del apalancamiento a nivel de proyecto y de la tecnología Wavegarden.
- Documento de oportunidad de inversión relativo a Madrid Yield Rent SOCIMI, S.A. y a la infraestructura OpenBrick, correspondiente al cuarto trimestre de 2024, utilizado exclusivamente como referencia comparativa de estructuración de una emisión de acciones representadas mediante sistemas basados en TRD en el mercado español.
- Normativa de la Unión Europea y española vigente a la fecha de referencia, así como los criterios interpretativos públicos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, «CNMV») y de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante, «ESMA») accesibles a dicha fecha.

El marco normativo de referencia se toma a 11 de octubre de 2026. Las conclusiones del informe se emiten exclusivamente por referencia a dicha fecha y no comportan compromiso alguno de actualización ante modificaciones normativas, pronunciamientos supervisores o cambios de criterio posteriores. Se advierte expresamente de que el ámbito de la tokenización de instrumentos financieros constituye una materia en evolución normativa e interpretativa acelerada, y de que determinadas cuestiones carecen, a la fecha, de criterio administrativo o jurisprudencial consolidado.

1.3 Limitaciones

El informe se emite con las siguientes limitaciones materiales, que condicionan el alcance de sus conclusiones y que deben ser subsanadas antes de la ejecución de la Operación:

- No se ha tenido acceso a los estatutos sociales vigentes de KELPA, S.L., por lo que no ha podido verificarse el régimen de transmisión de participaciones, las mayorías estatutarias reforzadas, la existencia de prestaciones accesorias, los derechos de adquisición preferente ni la eventual existencia de cláusulas que condicionen o dificulten la transformación societaria y el aumento de capital proyectados.
- No se ha tenido acceso a la tabla de capitalización plenamente diluida (fully diluted cap table), incluyendo instrumentos convertibles, préstamos participativos convertibles, acuerdos de inversión futura (SAFE o análogos), planes de incentivos para directivos o empleados (stock options, phantom shares o unidades restringidas), warrants ni compromisos de emisión asumidos frente a terceros. La ausencia de este dato impide verificar la dilución efectiva que sufrirán los suscriptores y la consistencia de la valoración pre-money.
- No se ha tenido acceso al pacto de socios vigente, ni a sus eventuales adendas, por lo que no puede verificarse la existencia de derechos de arrastre (drag along), acompañamiento (tag along), antidilución, preferencia de liquidación, derechos de veto, obligaciones de no competencia, compromisos de permanencia ni cláusulas de salida que pudieran resultar incompatibles con la emisión proyectada o que exijan consentimientos previos.
- No se ha tenido acceso a los contratos de proyecto relativos a Madrid ni a Birmingham, incluyendo el título concesional y el contrato de arrendamiento a largo plazo en Madrid, el título de leasehold en Birmingham, los contratos de obra, los contratos de licencia de tecnología Wavegarden y los acuerdos de exclusividad, los contratos de financiación bancaria y los préstamos participativos, ni a sus respectivos covenants, supuestos de vencimiento anticipado y restricciones a la distribución.
- No se ha tenido acceso a documentación registral actualizada (nota simple informativa o certificación del Registro Mercantil) del emisor ni de sus filiales, ni a los datos registrales de la entidad propuesta como responsable de la inscripción y registro de los valores.
- No se ha tenido acceso a los estados financieros auditados del emisor ni a sus cuentas consolidadas, ni al informe de valoración que sustente el precio por acción de la emisión.

Posición conservadora: las conclusiones del presente informe deben entenderse condicionadas (qualified) a la revisión de la documentación anterior. Se desaconseja la circulación de cualquier material de colocación entre inversores potenciales con anterioridad a la verificación de la cap table plenamente diluida, del pacto de socios vigente y de los estatutos sociales, por cuanto una inconsistencia en dichos documentos podría comportar la inexactitud de la información suministrada a los inversores y, con ello, responsabilidad frente a éstos conforme al régimen general de los artículos 1101 y 1902 del Código Civil y, en su caso, al régimen específico de responsabilidad por la información de emisión.

1.4 Conclusiones principales

Sin perjuicio del desarrollo contenido en los apartados siguientes, al que necesariamente se remite, y de las limitaciones expresadas, las conclusiones principales del presente informe son las siguientes:

1. Las acciones tokenizadas son acciones y, por tanto, instrumentos financieros y valores negociables. La representación mediante sistemas basados en TRD constituye una modalidad de representación de los valores y no altera su naturaleza jurídica sustantiva: los derechos incorporados son los propios de la acción conforme a la Ley de Sociedades de Capital. En

consecuencia, el instrumento queda sujeto íntegramente al régimen de la normativa de instrumentos financieros y queda excluido del ámbito de aplicación del Reglamento (UE) 2023/1114 (MiCA) en virtud de su artículo 2, apartado 4.

2. Procede la transformación previa de KELPA, S.L. en sociedad anónima. Las participaciones sociales de una sociedad de responsabilidad limitada no tienen el carácter de valores negociables y no pueden representarse mediante anotaciones en cuenta ni mediante sistemas basados en TRD; la emisión proyectada exige, por tanto, la transformación del emisor en sociedad anónima conforme al régimen de modificaciones estructurales del Real Decreto-ley 5/2023, con la consiguiente adaptación estatutaria, informe de experto independiente sobre el patrimonio social en los términos legalmente exigibles y elevación a público e inscripción registral.
3. El régimen aplicable a la representación es el de los sistemas basados en TRD previsto en la Ley 6/2023, del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI) y en el Real Decreto 814/2023. Dicho régimen exige, de forma inexcusable, la elaboración y el depósito de un documento de emisión con el contenido mínimo legalmente exigido y la designación de una entidad responsable de la inscripción y registro de los valores (en adelante, «ERIR»), que debe ser una entidad regulada habilitada al efecto.
4. No resulta necesario acogerse al Régimen Piloto DLT del Reglamento (UE) 2022/858 para ejecutar la Operación. Dicho régimen regula infraestructuras de mercado (sistemas multilaterales de negociación, sistemas de liquidación y sistemas de negociación y liquidación basados en TRD) y resulta pertinente únicamente cuando se pretende la negociación organizada o la liquidación de valores en tales infraestructuras; una emisión primaria no destinada a admisión a negociación, con transmisiones de carácter privado inscritas en el sistema TRD, queda extramuros de su ámbito funcional.
5. Existe base sólida para ejecutar la Operación sin obligación de publicar folleto informativo, por importe de EUR 2.000.000, siempre que se respete estrictamente el perímetro de las exenciones del Reglamento (UE) 2017/1129 y las reglas de agregación en un período de doce meses. La conclusión descansa en el cumplimiento acumulativo y documentado de los criterios de exención invocados y resultaría distinta si el importe de la colocación se elevase significativamente o si se incorporasen suscriptores minoristas en número superior al umbral legal.
6. La exención de folleto no exonera del cumplimiento de la normativa MiFID II, del régimen de gobierno de producto ni del artículo 36 de la LMVSI. La inexistencia de obligación de folleto no suprime los deberes de actuación en el mejor interés del cliente, de evaluación de idoneidad o conveniencia, de definición y respeto del mercado objetivo positivo y negativo, de información imparcial, clara y no engañosa, ni la exigencia de intervención de una entidad autorizada para la prestación de servicios de inversión cuando la colocación exenta se dirija al público mediante actividad publicitaria.
7. Existe un riesgo real de recalificación del emisor como fondo de inversión alternativa (FIA) o como entidad de capital riesgo o de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC). La exclusión de las sociedades holding exige que éstas desarrollen una estrategia empresarial a través de sus filiales y que no hayan sido creadas principalmente para generar rendimientos mediante desinversión; la transformación en sociedad anónima no constituye en modo alguno un puerto seguro (safe harbour). Se recomienda la obtención de una opinión de perímetro AIF/EICC con carácter de condición previa y bloqueante (gating item) de la Operación.

8. Se recomienda la estructuración directa de la emisión en el capital de KELPA, S.A., frente a la alternativa de interponer un vehículo de propósito especial (SPV) que agrupe a los suscriptores. La interposición de un SPV incrementa de forma significativa el riesgo de calificación como vehículo de inversión colectiva, puede desencadenar la aplicación del Reglamento PRIIPs y añade complejidad fiscal y de gobernanza sin aportar ventajas proporcionadas en una emisión de este tamaño.
9. Se recomienda que los derechos económicos de las acciones de nueva emisión sean *pari passu* con los de las acciones preexistentes, como posición conservadora. La creación de una clase con derechos económicos privilegiados, preferencias de liquidación o rendimientos predeterminados incrementa el riesgo de calificación como producto empaquetado a efectos de PRIIPs, refuerza los indicios de vehículo de inversión colectiva y puede colisionar con la prohibición legal de acciones con derecho a interés.
10. No debe afirmarse en ningún material de colocación que la emisión está «autorizada», «registrada», «aprobada» o «supervisada» por la CNMV, ni que la tokenización «aporta liquidez» a las acciones. La primera afirmación sería materialmente falsa en una emisión exenta de folleto y podría constituir una infracción del régimen de publicidad de productos financieros; la segunda induciría a error sobre la existencia de un mercado secundario que no existe y que no se crea por el solo hecho de la representación mediante TRD.
11. La aplicación del Reglamento (UE) 1286/2014 (PRIIPs) requiere análisis específico, si bien el riesgo se estima moderado tratándose de acciones ordinarias *pari passu* emitidas directamente por el emisor. Las acciones ordinarias que no incorporan mecanismos de empaquetamiento ni exposición indirecta a valores de referencia no constituyen, con carácter general, productos de inversión minorista empaquetados; la conclusión se invertiría en presencia de SPV interpuesta, de preferencias económicas o de cualquier estructura de pago predeterminada.
12. Subsisten datos pendientes que condicionan el cierre de la Operación y que deben obtenerse con carácter previo. Entre ellos, de forma señalada, el precio por acción y su soporte de valoración, el valor nominal y la prima de emisión, la *cap table* plenamente diluida, la confirmación de la ERIR y de sus datos registrales, la confirmación del público objetivo y de la jurisdicción de los suscriptores, el régimen de restricciones a la transmisión que se inscribirá en el sistema TRD y la reconciliación de las inconsistencias temporales detectadas en el material del sponsor.

Posición conservadora transversal: el material del sponsor contiene referencias temporales inconsistentes, incluida al menos una fecha materialmente inexistente («31/09/2025»), que deben reconciliarse con carácter previo a cualquier circulación. Asimismo, la totalidad de las cifras de capex, inversión total, ingresos estabilizados, EBITDA, precio de salida, IRR y MOIC contenidas en dicho material constituyen proyecciones del sponsor y no retorno contractual ni garantía de ningún tipo, debiendo advertirse de ello de forma destacada y recurrente en todo material que se entregue a inversores potenciales.

1.5 Ficha de la operación

Tabla 1. Ficha resumen de la Operación

Elemento	Descripción
Emisor	KELPA, S.A. (actualmente KELPA, S.L.; se requiere transformación previa en sociedad anónima conforme al Real Decreto-ley 5/2023). Datos registrales: [●]. Domicilio social: [●]. N.I.F.: [●].

Elemento	Descripción
Instrumento	Acciones ordinarias de nueva emisión, íntegramente suscritas y desembolsadas, eventualmente identificadas como «Clase B» a efectos de trazabilidad interna, con derechos económicos pari passu respecto de las acciones preexistentes. Código ISIN: [●].
Importe	EUR 2.000.000 entre valor nominal y prima de emisión. Valor nominal agregado: [●]. Prima de emisión agregada: [●]. Número de acciones a emitir: [●].
Tipo de operación	Aumento de capital social con cargo a aportaciones dinerarias (mercado primario). No se trata de una oferta de venta de valores preexistentes ni de una operación de mercado secundario. Supresión total o parcial del derecho de suscripción preferente: [●].
Representación	Sistemas basados en tecnología de registros distribuidos (TRD/DLT), conforme a la LMVSI y al Real Decreto 814/2023. Tipo de red y protocolo: [●]. Previsión estatutaria habilitante: pendiente de incorporar en la adaptación de estatutos.
ERIR	URSUS-3 Capital, A.V., S.A., agencia de valores inscrita en los registros de la CNMV. Número de registro: [●]. Confirmación de aceptación del encargo y de capacidad operativa para actuar como entidad responsable de la inscripción y registro: [●].
Mercado secundario	No se solicitará la admisión a negociación en mercado regulado, sistema multilateral de negociación ni sistema organizado de contratación. Las transmisiones tendrán carácter privado y se perfeccionarán mediante inscripción en el sistema TRD, sujetas a las restricciones estatutarias y contractuales aplicables. No existe garantía alguna de liquidez.
Valoración	Valoración pre-money: [●]. Valoración post-money: [●]. Metodología y soporte (informe de valoración independiente, descuento de flujos, múltiplos comparables, última ronda): [●]. Fecha de referencia de la valoración: [●].
Precio por acción	[●] euros por acción, de los cuales [●] euros corresponden a valor nominal y [●] euros a prima de emisión. Ticket mínimo de suscripción: [●]. Ticket máximo de suscripción: [●].
Derechos económicos	Pari passu con las acciones preexistentes en cuanto a participación en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación. Sin preferencia de liquidación, sin dividendo preferente, sin rendimiento predeterminado ni garantizado. Derechos políticos: [●].
Régimen de folleto	Operación proyectada al amparo de las exenciones del Reglamento (UE) 2017/1129, sin obligación de publicar folleto informativo. Exención o exenciones concretas que se invocarán: [●]. Sujeto, en su caso, al artículo 36 de la LMVSI si la colocación se dirige al público con actividad publicitaria.
Público objetivo	Mercado objetivo positivo: inversores con horizonte de inversión medio y largo plazo, alta tolerancia al riesgo, capacidad de soportar la pérdida total del capital invertido y comprensión de las características del capital riesgo y del growth y development equity. Mercado objetivo negativo: inversores orientados a la preservación del capital, con horizonte corto, con necesidad de liquidez periódica o con expectativa de rentas garantizadas.
Horizonte	Medio y largo plazo, vinculado al calendario de desarrollo, construcción, ramp-up operativo y eventual desinversión de los proyectos subyacentes. Horizonte estimado por el sponsor: [●]. No existe fecha cierta de salida ni compromiso de recompra.
Ley aplicable	Derecho español. Jurisdicción: [●]. Ley aplicable a los contratos de suscripción y al reglamento del sistema TRD: Derecho español, sin perjuicio de las normas imperativas de protección del consumidor y del inversor que pudieran resultar aplicables por razón de la residencia del suscriptor.

La presente ficha tiene carácter meramente descriptivo y sintético y no sustituye al análisis contenido en el cuerpo del informe. Los elementos señalados con [●] constituyen datos pendientes de determinación cuya fijación resulta necesaria para la emisión de conclusiones definitivas.

1.6 Cuestiones abiertas y datos pendientes

Se relacionan a continuación los datos y cuestiones cuya determinación resulta necesaria para el cierre de la Operación, con indicación de su impacto jurídico y de su prioridad relativa. La calificación de prioridad «crítica» identifica aquellos elementos que operan como condición previa y bloqueante, en el sentido de que su falta de resolución impide razonablemente avanzar en la ejecución o en la circulación de materiales.

Tabla 2. Cuestiones abiertas y datos pendientes

Dato pendiente	Impacto jurídico	Prioridad
Opinión de perímetro AIF / EICC sobre el emisor	Determina si KELPA queda sujeta al régimen de la Directiva 2011/61/UE y de la Ley 22/2014, con la consiguiente exigencia de gestora autorizada o registrada, depositario, normas de valoración, reporting al supervisor y restricciones de comercialización. Una conclusión positiva alteraría radicalmente la estructura y el calendario.	Crítica (gating item)
Estatutos sociales vigentes de KELPA, S.L.	Permite verificar mayorías reforzadas, restricciones a la transmisión, prestaciones accesorias y compatibilidad con la transformación y el aumento de capital. Condiciona el orden del día y el quórum de la junta.	Crítica
Cap table plenamente diluida	Determina la dilución efectiva de los suscriptores, la consistencia de la valoración pre-money y la exactitud de la información a facilitar. Su inexactitud genera riesgo de responsabilidad frente a los inversores.	Crítica
Pacto de socios vigente y adendas	Identifica consentimientos previos necesarios, derechos de suscripción preferente contractual, antidilución, derechos de veto y compromisos incompatibles con la emisión o con la representación mediante TRD.	Crítica
Valoración y precio por acción con soporte documental	Determina el valor nominal, la prima de emisión y el número de acciones a emitir; sustenta la razonabilidad del precio frente a los socios preexistentes y frente a los suscriptores y es presupuesto del informe de administradores sobre supresión del derecho de suscripción preferente, si procede.	Crítica
Confirmación formal de la ERIR y de sus datos registrales	Sin ERIR designada y con capacidad operativa acreditada no cabe representar los valores mediante sistemas basados en TRD. Condiciona el documento de emisión y el calendario.	Crítica
Definición del perímetro subjetivo de la colocación y jurisdicciones de destino	Determina la exención de folleto invocable, la aplicación del artículo 36 de la LMVSI y la eventual necesidad de análisis de comercialización transfronteriza y de pasaporte.	Alta
Reglamento y documentación técnica del sistema TRD	Debe acreditar integridad, inmutabilidad, identificación de titulares, trazabilidad y no duplicación de los valores, y articular los	Alta

Dato pendiente	Impacto jurídico	Prioridad
	procedimientos de corrección de errores, sucesión, gravámenes y embargos.	
Contratos de proyecto (Madrid y Birmingham) y contratos de financiación	Permiten verificar la consistencia de las proyecciones, las restricciones a la distribución derivadas de covenants, los supuestos de vencimiento anticipado y los riesgos de ejecución a describir en los materiales de riesgo.	Alta
Análisis PRIIPs definitivo y, en su caso, elaboración de KID	Determina la necesidad de documento de datos fundamentales con carácter previo a cualquier comercialización a inversores minoristas. Su omisión indebida constituye infracción.	Alta
Evaluación de la condición de sujeto obligado del emisor conforme a la Ley 10/2010	Determina el alcance de las obligaciones de diligencia debida, identificación del titular real, conservación documental y comunicación por indicio, y la necesidad de manual interno y representante ante el SEPBLAC.	Alta
Reconciliación de inconsistencias temporales del material del sponsor	La existencia de fechas materialmente inexistentes y de referencias temporales contradictorias compromete la exactitud de la información y la defendibilidad del proceso frente a reclamaciones.	Alta
Documentación registral actualizada del emisor y filiales	Necesaria para verificar la titularidad de las participaciones, la vigencia de los cargos, la ausencia de cargas y la capacidad del órgano de administración para elevar a público los acuerdos.	Media
Estados financieros auditados y consolidados	Condicionan la información financiera a facilitar a los inversores y el informe de experto independiente en sede de transformación.	Media
Análisis fiscal específico (ITP/AJD, IRPF, IS, no residentes)	Determina el tratamiento de la operación societaria, de la prima de emisión, de las futuras distribuciones y de las transmisiones, así como la deducibilidad de los gastos de emisión.	Media
Evaluación de impacto en protección de datos y arquitectura de tratamiento en el sistema TRD	La inscripción de datos personales en registros distribuidos plantea cuestiones de responsabilidad del tratamiento, minimización, limitación del plazo de conservación y ejercicio de los derechos de rectificación y supresión.	Media
Análisis DORA respecto del emisor y de los proveedores tecnológicos	Determina la aplicación del marco de resiliencia operativa digital a la ERIR y a los proveedores críticos y el contenido contractual mínimo de los acuerdos de externalización.	Media

2. Naturaleza jurídica y clasificación regulatoria de las acciones tokenizadas

2.1 Planteamiento: el token como forma de representación, no como clase de activo

El punto de partida metodológico de todo análisis regulatorio en materia de tokenización consiste en distinguir con rigor entre el soporte tecnológico de representación de un derecho y la naturaleza jurídica sustantiva de ese derecho. La tecnología de registros distribuidos es, desde la perspectiva jurídica, un medio de anotación y de constancia de titularidades; no es, por sí misma, una categoría de activo ni genera una tipología autónoma de derechos. Afirmar que un instrumento es «un token» no dice nada relevante acerca de su régimen jurídico, del mismo modo que afirmar que una acción está representada mediante anotaciones en cuenta en lugar de mediante títulos físicos no modifica el haz de derechos políticos y económicos que la acción incorpora ni el régimen societario que le resulta aplicable.

Este planteamiento es el que informa el principio de neutralidad tecnológica, conforme al cual el ordenamiento jurídico no debe privilegiar ni penalizar una determinada solución tecnológica, sino regular las actividades y los riesgos con independencia del medio técnico empleado para desarrollarlas. Su corolario operativo, acuñado en los trabajos de los organismos internacionales y asumido por las autoridades europeas, es la máxima «misma actividad, mismo riesgo, mismas reglas» (same activity, same risk, same rules): cuando una actividad económica genera los mismos riesgos que una actividad ya regulada, debe someterse al mismo marco normativo, con independencia de que se instrumente mediante infraestructuras tradicionales o mediante registros distribuidos. La consecuencia para la Operación es directa e inequívoca: si lo que se emite son acciones, el régimen aplicable es el de las acciones, con las adaptaciones específicas que el legislador ha introducido para contemplar la representación mediante sistemas basados en TRD.

Este enfoque no supone ignorar que la tecnología introduce riesgos propios y diferenciados. La inmutabilidad del registro plantea tensiones con los mecanismos jurídicos de rectificación de errores, con la ejecución de resoluciones judiciales y administrativas y con el derecho de supresión en materia de protección de datos; la dependencia de proveedores tecnológicos introduce riesgos operativos y de concentración; la existencia de claves criptográficas privadas plantea el problema jurídico de la pérdida irreversible del control sobre el valor; y la programabilidad de los instrumentos mediante contratos inteligentes puede generar divergencias entre lo dispuesto en la documentación jurídica y lo efectivamente ejecutado por el código. Estos riesgos deben abordarse de forma específica en el documento de emisión y en el reglamento del sistema, pero no alteran la calificación sustantiva del instrumento.

Resulta imprescindible, en este contexto, combatir la confusión terminológica que domina el discurso de mercado y que constituye en sí misma una fuente de riesgo regulatorio y reputacional. Conviene por ello precisar los siguientes conceptos, que no son intercambiables:

- «Token» es un término atécnico que designa, en sentido amplio, una unidad de valor o de derecho anotada en un registro distribuido. Carece de contenido jurídico propio y no debe emplearse en documentación jurídica sin cualificación.
- «Criptoactivo» es, conforme al Reglamento (UE) 2023/1114, una representación digital de un valor o de un derecho que puede transferirse y almacenarse electrónicamente mediante tecnología de registros distribuidos o tecnología similar. Se trata de una categoría residual: el Reglamento se aplica a los criptoactivos que no son instrumentos financieros ni quedan excluidos por otras razones.
- «Valor tokenizado» o «instrumento financiero basado en TRD» designa un instrumento financiero en el sentido de la Directiva 2014/65/UE que es emitido, registrado, transferido o almacenado mediante tecnología de registros distribuidos. Pertenecce al universo de la normativa de instrumentos financieros y no al de MiCA.

- «Utility token» designa, en el lenguaje de mercado, una unidad que confiere acceso a un bien o servicio prestado por su emisor. La calificación como tal no es determinante por sí misma: si el instrumento incorpora adicionalmente derechos de participación en resultados, en el patrimonio o expectativas de revalorización dependientes de la gestión de un tercero, su calificación como instrumento financiero resulta altamente probable.

Posición conservadora: se recomienda proscribir en toda la documentación de la Operación—incluidos los materiales comerciales, la página web y cualquier comunicación en redes sociales— el uso de los términos «token», «criptoactivo», «cripto», «ICO», «STO», «minado», «staking», «wallet» en sentido técnico-cripto y cualesquiera expresiones del léxico de los criptoactivos. La terminología correcta y uniforme debe ser «acciones representadas mediante sistemas basados en tecnología de registros distribuidos». El uso de terminología cripto genera riesgo de confusión del inversor, de calificación cruzada por el supervisor y de aplicación indebida del régimen de publicidad de criptoactivos.

2.2 Calificación como acción y como valor negociable

Las acciones objeto de la Operación son acciones en el sentido del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio. Como tales, constituyen partes alicuotas, indivisibles y acumulables del capital social, confieren a su titular legítimo la condición de socio y le atribuyen los derechos reconocidos en la Ley y en los estatutos, señaladamente el derecho a participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación, el derecho de suscripción preferente, el derecho de asistencia y voto en las juntas generales en los términos estatutariamente previstos, el derecho de impugnación de los acuerdos sociales y el derecho de información. La circunstancia de que la representación se verifique mediante un sistema basado en TRD no altera ninguno de estos atributos.

Desde la perspectiva del Derecho del mercado de valores, las acciones constituyen valores negociables. El artículo 2 de la Ley 6/2023, del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión, define el valor negociable por referencia a las categorías de valores que son negociables en el mercado de capitales, mencionando expresamente las acciones de sociedades y los valores equiparables a las acciones de sociedades, asociaciones u otras entidades, así como los certificados de depósito representativos de acciones. En términos sustancialmente coincidentes, la Sección C del Anexo I de la Directiva 2014/65/UE (MiFID II) incluye los valores negociables en la lista de instrumentos financieros, de modo que las acciones son, simultáneamente y sin margen de duda, valores negociables e instrumentos financieros.

Los elementos que configuran el concepto de valor negociable merecen un examen específico, por cuanto en ocasiones se invoca erróneamente su ausencia para sostener que determinadas acciones privadas quedarían fuera del concepto:

- **Negociabilidad potencial.** El concepto exige que los valores sean susceptibles de negociación en el mercado de capitales, no que efectivamente se negocien en un mercado organizado ni que exista un mercado líquido para ellos. La negociabilidad se predica de la aptitud abstracta del instrumento para ser objeto de tráfico, derivada de su estandarización y de la ausencia de obstáculos estructurales a la transmisión. La existencia de restricciones estatutarias a la transmisión —derechos de adquisición preferente, cláusulas de consentimiento— no priva de la condición de valor negociable, según criterio reiterado, siempre que no supongan una prohibición absoluta de transmitir.
- **Fungibilidad.** Las acciones de una misma clase y serie son fungibles entre sí, atribuyen los mismos derechos y son intercambiables sin consideración a la identidad de su titular. Esta

homogeneidad es precisamente lo que permite su anotación en registros y su transmisión mediante asiento, sin necesidad de novación contractual individualizada.

- Agrupación en emisiones. Los valores negociables se emiten de forma agrupada, formando parte de una emisión caracterizada por condiciones homogéneas de emisión y por la identidad de los derechos incorporados. La Operación responde cabalmente a este esquema: se trata de un conjunto de acciones emitidas simultáneamente, con el mismo valor nominal, la misma prima de emisión y los mismos derechos.

Debe advertirse con énfasis, por ser objeto de confusión frecuente, que la condición de valor negociable no exige la admisión a negociación en un mercado regulado, en un sistema multilateral de negociación ni en ningún otro centro de negociación. Existen valores negociables no cotizados, y de hecho constituyen la inmensa mayoría de los valores existentes. La consecuencia práctica de esta precisión es doble: de un lado, la ausencia de cotización no exime de la aplicación del régimen de valores negociables en aquellos aspectos que no presuponen la cotización; de otro lado, la aplicación del régimen de valores negociables no comporta la sujeción a las obligaciones propias de los emisores cotizados, señaladamente la información periódica regulada, la comunicación de participaciones significativas o las obligaciones de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas.

Correlativamente, resulta igualmente erróneo el razonamiento inverso, ocasionalmente empleado en el mercado, conforme al cual las acciones de una sociedad no cotizada no serían valores negociables y, por consiguiente, su colocación quedaría al margen de la normativa del mercado de valores. Tal razonamiento es jurídicamente insostenible y conduciría a conclusiones manifiestamente contrarias al sistema, pues privaría de sentido al propio régimen de exenciones del Reglamento de Folletos, que presupone precisamente que las ofertas de valores no cotizados constituyen ofertas públicas de valores negociables susceptibles de quedar exentas de la obligación de publicar folleto.

Posición conservadora: debe partirse en todo momento de que las acciones de la Operación son valores negociables e instrumentos financieros a todos los efectos. Cualquier estructuración que se construya sobre la premisa contraria —por ejemplo, la pretensión de que se trata de meros contratos privados de participación en resultados ajenos al Derecho del mercado de valores— debe descartarse por insostenible y por generadora de un riesgo sancionador y de nulidad desproporcionado.

2.3 Exclusión del ámbito de aplicación de MiCA

El Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos (MiCA), estableció un marco armonizado para la emisión, oferta al público, admisión a negociación y prestación de servicios relativos a criptoactivos que no estaban previamente regulados por la normativa de servicios financieros de la Unión. Su ámbito de aplicación se construye, en lo que aquí interesa, mediante una delimitación negativa: MiCA se aplica a los criptoactivos que no califican como instrumentos financieros, dinero electrónico, depósitos, productos de titulización, contratos de seguro o planes de pensiones, entre otras exclusiones.

El artículo 2, apartado 4, del Reglamento MiCA excluye expresamente de su ámbito de aplicación los criptoactivos que califiquen como instrumentos financieros en el sentido del artículo 4, apartado 1, punto 15, de la Directiva 2014/65/UE. La ratio de esta exclusión es evitar la duplicidad regulatoria y preservar la coherencia del sistema: los instrumentos financieros disponen ya de un marco completo —MiFID II, Reglamento de Folletos, Reglamento de Abuso de Mercado, Reglamento de Depositarios Centrales de Valores, Reglamento del Régimen Piloto DLT— y no necesitan ni admiten la superposición del régimen de criptoactivos.

La CNMV ha confirmado públicamente este criterio en sus comunicaciones y documentos de preguntas y respuestas, señalando que los instrumentos financieros representados o emitidos mediante tecnología de registros distribuidos quedan sujetos a la normativa del mercado de valores y no a MiCA, y que la calificación debe realizarse atendiendo a la naturaleza sustantiva de los derechos incorporados y no a la denominación comercial empleada por el emisor.

Las consecuencias prácticas de la exclusión, aplicadas a la Operación, son las siguientes:

- No procede la elaboración ni la notificación de un libro blanco de criptoactivos (white paper) conforme al Título II del Reglamento MiCA, ni la comunicación previa a la autoridad competente prevista en dicho régimen.
- No procede ni resulta posible la autorización o el registro del emisor como emisor de fichas referenciadas a activos o de fichas de dinero electrónico, figuras que resultan por completo ajenas a la naturaleza del instrumento proyectado.
- No resulta aplicable a la emisión el régimen de autorización y supervisión de los proveedores de servicios de criptoactivos del Título V del Reglamento MiCA. Ello no obsta a que, si terceros prestasen servicios relativos a las acciones —custodia, recepción y transmisión de órdenes, colocación—, tales servicios quedarían sujetos al régimen de servicios de inversión de MiFID II y de la LMVSI, que es el régimen funcionalmente equivalente y, en términos generales, más exigente.
- No resultan aplicables las normas de MiCA sobre comunicaciones publicitarias de criptoactivos ni la Circular de la CNMV sobre publicidad de criptoactivos presentados como objeto de inversión, cuyo ámbito se ciñe a los criptoactivos no instrumentos financieros.

Debe no obstante advertirse de la existencia de una zona gris relevante, que exige atención específica en el diseño del instrumento. Los supuestos problemáticos son, señaladamente, los siguientes: (i) los tokens híbridos, que combinan funcionalidades de acceso a bienes o servicios con derechos económicos o expectativas de revalorización; (ii) los denominados utility tokens con componente de rendimiento, en los que el acceso al servicio se acompaña de descuentos, retornos, participación en ingresos o mecanismos de recompra que generan una expectativa de beneficio dependiente del esfuerzo de un tercero; y (iii) los supuestos de calificación cruzada, en los que un mismo instrumento podría ser calificado como instrumento financiero por una autoridad nacional y como criptoactivo sujeto a MiCA por otra, generando inseguridad jurídica en contextos transfronterizos. ESMA ha publicado orientaciones sobre las condiciones y criterios para la calificación de los criptoactivos como instrumentos financieros, precisamente con la finalidad de reducir el riesgo de divergencia interpretativa entre Estados miembros, pero la calificación sigue exigiendo un análisis casuístico de sustancia.

En el caso de la Operación, el riesgo de calificación cruzada se estima bajo, por cuanto el instrumento proyectado es una acción ordinaria emitida por una sociedad anónima española, inscrita en el Registro Mercantil, con derechos societarios plenos y sin componente de utilidad ni funcionalidad de acceso a servicio alguno. No obstante, dicho riesgo bajo podría elevarse si en el diseño comercial se incorporasen elementos tales como la atribución a los suscriptores de derechos de uso preferente o gratuito de las instalaciones de los parques de surf, descuentos en servicios, programas de fidelización vinculados a la tenencia de las acciones o cualesquiera otras utilidades accesorias. Tales elementos, aun cuando no alterarían la calificación de la acción como instrumento financiero, podrían generar confusión sobre la naturaleza del instrumento, complicar el análisis de mercado objetivo y, en el límite, suscitar cuestiones adicionales de calificación.

Posición conservadora: se recomienda documentar un memorándum interno de calificación del instrumento, fechado y conservado como parte del expediente de la Operación, en el que se analicen de forma razonada los elementos determinantes de la calificación como acción e instrumento financiero, la exclusión del ámbito de MiCA conforme al artículo 2.4 del Reglamento y la ausencia de componentes híbridos o de utilidad. Dicho memorándum constituye un elemento de defensa frente a un eventual requerimiento supervisor y evidencia la diligencia del órgano de administración. Se recomienda asimismo que el órgano de administración lo apruebe formalmente y que se abstenga de incorporar al instrumento cualesquiera utilidades accesorias vinculadas a la condición de accionista.

2.4 Instrumentos financieros basados en TRD

La CNMV ha definido, en su documento público de Preguntas y Respuestas, los instrumentos financieros basados en TRD como aquellos instrumentos financieros que son emitidos, registrados, transferidos o almacenados utilizando tecnología de registros distribuidos u otra tecnología similar. La definición es deliberadamente amplia y funcional: no exige que la totalidad del ciclo de vida del instrumento se desarrolle sobre la infraestructura distribuida, sino que basta con que alguna de las fases señaladas —emisión, registro, transferencia o almacenamiento— se apoye en dicha tecnología.

De los criterios publicados por el supervisor resultan, a los efectos que aquí interesan, cuatro precisiones de particular relevancia práctica:

13. Pueden existir instrumentos financieros basados en TRD que no estén admitidos a negociación en ningún centro de negociación. La tokenización no presupone ni exige la cotización. Esta precisión desactiva la objeción, frecuente en el mercado, conforme a la cual la representación mediante TRD estaría reservada a emisores cotizados o a emisiones destinadas a admisión a negociación.
14. Las transmisiones de instrumentos financieros basados en TRD no cotizados se realizan de forma privada, esto es, mediante acuerdos bilaterales entre transmitente y adquirente que se perfeccionan mediante la correspondiente inscripción en el sistema. No existe, en tales casos, mercado organizado, ni formación centralizada de precios, ni reglas de transparencia pre y post negociación, ni mecanismos de casación multilateral de órdenes.
15. Cada emisión de instrumentos financieros basados en TRD debe contar con una entidad responsable de la inscripción y registro de los valores (ERIR). La exigencia es por emisión, lo que significa que la designación debe verificarse de manera específica y documentada respecto de la emisión concreta, no bastando una relación genérica previa entre el emisor y la entidad.
16. La ERIR debe ser una entidad regulada. No cualquier entidad, ni cualquier proveedor tecnológico, puede desempeñar esta función: se trata de una función reservada a entidades sujetas a autorización y supervisión, lo que comporta la aplicación a la actividad de los estándares de organización interna, gestión de conflictos de interés, recursos propios, idoneidad de los administradores y continuidad de negocio propios de su estatuto.

La naturaleza de entidad regulada de la ERIR tiene consecuencias operativas que deben anticiparse en el calendario de la Operación. En particular: la ERIR someterá al emisor a un proceso de aceptación de cliente y de diligencia debida que incluirá la verificación de la titularidad real, la revisión de la documentación societaria y, previsiblemente, la revisión del documento de emisión y del reglamento del sistema TRD; la ERIR podrá rehusar el encargo o condicionarlo a modificaciones de la estructura; y la ERIR asumirá responsabilidad por la llevanza del registro, lo que la llevará a exigir garantías contractuales, limitaciones de responsabilidad e indemnidades del emisor. Debe, por tanto, iniciarse la

interlocución con la entidad propuesta con la antelación suficiente y no asumir que su designación es un trámite formal de última hora.

Posición conservadora: se recomienda obtener de la entidad propuesta como ERIR, con carácter previo a la convocatoria de la junta general que acuerde el aumento de capital, una confirmación escrita de (i) su disposición a aceptar el encargo respecto de esta emisión concreta, (ii) su capacidad operativa y tecnológica para actuar sobre la infraestructura TRD propuesta, (iii) el calendario estimado de sus procesos internos de aceptación, y (iv) los requisitos documentales que exigirá. La ausencia de esta confirmación constituye un riesgo de calendario de primer orden.

2.5 El Reglamento (UE) 2022/858 (Régimen Piloto DLT)

El 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, responde a una finalidad precisa y acotada: permitir el desarrollo experimental de infraestructuras de mercado que operen con instrumentos financieros basados en TRD, mediante la concesión de exenciones temporales y condicionadas respecto de determinados requisitos de la normativa de mercados e infraestructuras que resultan técnicamente incompatibles con el funcionamiento de registros distribuidos, señaladamente los derivados de MiFID II, del Reglamento (UE) 600/2014 y del Reglamento (UE) 909/2014 sobre depositarios centrales de valores.

El Reglamento contempla tres tipologías de infraestructura de mercado basada en TRD:

- El sistema multilateral de negociación basado en TRD (SMN DLT), que es un sistema multilateral de negociación gestionado por una empresa de servicios de inversión o por un organismo rector del mercado que únicamente admite a negociación instrumentos financieros basados en TRD.
- El sistema de liquidación basado en TRD (SL DLT), que es un sistema de liquidación de valores gestionado por un depositario central de valores que liquida operaciones sobre instrumentos financieros basados en TRD contra pago.
- El sistema de negociación y liquidación basado en TRD (SNL DLT), que combina ambas funcionalidades en una misma infraestructura, lo que constituye precisamente una de las innovaciones estructurales que el régimen piloto persigue habilitar, por cuanto la normativa ordinaria impone la separación funcional entre negociación y liquidación.

El régimen establece límites cuantitativos estrictos, tanto por emisión como en términos agregados, concebidos para contener el riesgo sistémico del experimento regulatorio. Dichos límites operan por referencia al valor nominal o a la capitalización de mercado de los instrumentos admitidos —con umbrales diferenciados para acciones, bonos corporativos, deuda pública y participaciones de instituciones de inversión colectiva— y mediante un umbral agregado por infraestructura, cuyo rebasamiento activa una estrategia de transición ordenada hacia la salida del régimen. Las exenciones que pueden concederse son taxativas, deben solicitarse de forma motivada, se otorgan de manera individualizada y condicionada, y van acompañadas de medidas compensatorias y de obligaciones reforzadas de información a la autoridad competente. La autorización específica es adicional y distinta de la autorización ordinaria como empresa de servicios de inversión, organismo rector del mercado o depositario central de valores, y tiene carácter temporal.

Aplicado a la Operación, el análisis conduce a una conclusión clara: el Régimen Piloto DLT no resulta aplicable ni necesario. Los fundamentos son los siguientes. En primer lugar, el régimen regula infraestructuras de mercado y no emisiones; su destinatario es el gestor de la infraestructura, no el emisor de los valores. En segundo lugar, la Operación no contempla la admisión a negociación de las

acciones en ningún centro de negociación, de modo que no existe actividad de negociación multilateral que pudiera requerir la autorización de un SMN DLT. En tercer lugar, una ERIR no es, ni funcional ni jurídicamente, un sistema multilateral de negociación ni un sistema de liquidación o de negociación y liquidación: su función es la llevanza del registro de titularidades y la inscripción de las transmisiones, no la casación multilateral de intereses de compra y venta ni la liquidación de operaciones contra pago en un sistema de liquidación de valores. En cuarto lugar, el régimen piloto es de adhesión voluntaria: no existe obligación de acogerse a él y su no utilización no comporta incumplimiento alguno.

El Régimen Piloto DLT adquiriría relevancia para KELPA únicamente en un escenario futuro en el que se pretendiese dotar a las acciones de negociación secundaria organizada sobre infraestructura distribuida. En tal caso, el emisor no sería el sujeto autorizado, sino que debería dirigirse a una infraestructura autorizada al amparo del régimen piloto y cumplir los requisitos de admisión que ésta estableciera, incluidos los relativos a la información a facilitar al mercado. Conviene, por ello, que la documentación de la Operación no excluya expresamente dicha posibilidad futura, pero tampoco la presente como un plan previsible o comprometido.

Posición conservadora: se desaconseja formalmente toda referencia en los materiales de colocación al Régimen Piloto DLT, a la futura cotización de las acciones, a su eventual admisión en sistemas multilaterales de negociación o en mercados de pequeñas y medianas empresas en expansión, y a cualesquiera planes de liquidez futura. Tales referencias, aun formuladas en términos hipotéticos, generan en el inversor minorista una expectativa de liquidez que no está respaldada por compromiso alguno y que puede fundamentar posteriores reclamaciones por información engañosa. Si, por razones comerciales, se considerase imprescindible aludir a escenarios futuros, deberá hacerse con advertencia destacada e inmediata de que no existe compromiso, plazo ni certeza alguna al respecto, y de que la decisión de inversión no debe fundarse en tal expectativa.

2.6 Régimen de la LMVSI y del Real Decreto 814/2023

2.6.1 La representación de valores mediante sistemas basados en TRD

La Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, incorporó al ordenamiento español el reconocimiento de la representación de valores negociables mediante sistemas basados en tecnología de registros distribuidos, como tercera modalidad de representación junto a los títulos y a las anotaciones en cuenta. El Real Decreto 814/2023, de 8 de noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado, desarrolla reglamentariamente dicho régimen y precisa los requisitos del sistema, el contenido del documento de emisión y el estatuto de la entidad responsable de la inscripción y registro.

La elección de la modalidad de representación corresponde al emisor y debe constar en los estatutos sociales, siendo en principio irreversible en el sentido de que la modificación exige el cumplimiento del procedimiento legalmente previsto de sustitución del sistema de representación. En el caso de KELPA, la adaptación estatutaria que acompañe a la transformación en sociedad anónima deberá contemplar expresamente la representación de las acciones mediante sistemas basados en TRD, identificando el sistema y la entidad responsable, o remitiendo su identificación al acuerdo del órgano competente y al documento de emisión.

2.6.2 Requisitos del sistema

El sistema basado en TRD empleado para la representación de los valores debe reunir un conjunto de requisitos funcionales que garanticen la seguridad jurídica del registro. Dichos requisitos, que deberán

acreditarse documentalmente y verificarse técnicamente con carácter previo a la emisión, son esencialmente los siguientes:

- **Integridad:** el sistema debe garantizar que la información inscrita es completa, exacta y consistente, y que refleja fielmente las titularidades, los saldos y los derechos reales limitados que recaigan sobre los valores.
- **Inmutabilidad:** las inscripciones practicadas no deben poder alterarse ni suprimirse de forma unilateral, arbitraria o inadvertida, sin perjuicio de la necesaria previsión de procedimientos reglados de rectificación de errores y de ejecución de resoluciones judiciales o administrativas, que deben dejar constancia trazable de la modificación y de su causa.
- **Identificación de los titulares:** el sistema debe permitir la identificación de los titulares de los valores, lo que excluye el uso de arquitecturas plenamente anónimas o seudónimas sin posibilidad de atribución. La identificación es presupuesto del ejercicio de los derechos societarios, del cumplimiento de las obligaciones de prevención del blanqueo de capitales y de la ejecución de embargos.
- **Información sobre la naturaleza y características de los valores:** el sistema debe incorporar o permitir el acceso a la información relativa a la clase y serie de los valores, su valor nominal, los derechos que incorporan, las restricciones a su transmisión y las demás condiciones de la emisión.
- **Trazabilidad:** debe ser posible reconstruir la secuencia completa de inscripciones relativas a cada valor, de modo que pueda acreditarse el tracto sucesivo de las titularidades y la causa de cada modificación.
- **No duplicación:** el sistema debe impedir la existencia simultánea de inscripciones contradictorias o la duplicación de los valores, garantizando la unicidad del registro y la correspondencia exacta entre los valores emitidos y los inscritos.
- **Resiliencia y continuidad:** deben preverse mecanismos de respaldo, de recuperación ante desastres y de continuidad de la actividad que aseguren la disponibilidad del registro y la conservación de la información, incluso en supuestos de cese de la actividad del proveedor tecnológico.

2.6.3 El documento de emisión

El documento de emisión constituye la pieza central del régimen de representación mediante sistemas basados en TRD. Se trata de un documento de naturaleza jurídica singular: no es un folleto informativo, ni está sujeto a aprobación por la CNMV, ni cumple una función de información al inversor en el sentido del Reglamento de Folletos. Su función es constitutiva y configuradora del régimen de la emisión: determina las características de los valores, identifica el sistema de representación y la entidad responsable, y fija las reglas conforme a las cuales se practicarán las inscripciones y se producirán los efectos jurídicos del registro.

El contenido mínimo del documento de emisión comprende, conforme al régimen legal y reglamentario:

- La identificación del emisor, con sus datos societarios y registrales, y la identificación del acuerdo societario en virtud del cual se emiten los valores.
- La identificación de los valores: clase, serie, valor nominal, número de valores, importe total de la emisión, derechos que incorporan, restricciones a la transmisión y, en su caso, código de identificación.

- La identificación y descripción del sistema basado en TRD empleado, incluyendo el tipo de red, el protocolo, el modelo de gobernanza, los mecanismos de consenso y las medidas de seguridad.
- La identificación de la entidad responsable de la inscripción y registro, con sus datos registrales, y la descripción de sus funciones y responsabilidades respecto de la emisión.
- Las reglas de funcionamiento del sistema: procedimientos de inscripción inicial, de transmisión, de constitución de derechos reales limitados y gravámenes, de rectificación de errores, de ejecución de embargos y de resoluciones judiciales o administrativas, y de expedición de certificados de legitimación.
- Las reglas de gobernanza: régimen de adopción de decisiones sobre el sistema, régimen de acceso de los participantes, régimen de modificación del propio documento de emisión y previsiones ante supuestos de contingencia, interrupción o cese de la actividad.

El documento de emisión debe depositarse ante la entidad responsable de la inscripción y registro con carácter previo a la inscripción de los valores. Cuando los valores vayan a ser admitidos a negociación en un centro de negociación —supuesto que no concurre en la Operación— el documento deberá además depositarse ante los organismos que resulten procedentes conforme a la normativa aplicable. La modificación del documento de emisión exige el acuerdo del órgano competente del emisor, el nuevo depósito ante la ERIR y su adecuada publicidad frente a los titulares de los valores, debiendo respetarse en todo caso los derechos adquiridos por éstos y, cuando la modificación afecte a sus derechos, el régimen societario de modificación de los derechos de clase.

2.6.4 La entidad responsable de la inscripción y registro

La ERIR desempeña, respecto de los valores representados mediante sistemas basados en TRD, una función análoga —aunque no idéntica— a la que las entidades participantes y el depositario central de valores desempeñan en el régimen de anotaciones en cuenta. Sus funciones comprenden, esencialmente, la llevanza del registro de los valores y de sus titulares, la práctica de las inscripciones de emisión, transmisión, gravamen y cancelación, la expedición de certificados de legitimación, la verificación de la correspondencia entre los valores emitidos y los inscritos, la supervisión del correcto funcionamiento del sistema y la conservación de la información registral.

La ERIR responde frente al emisor y frente a los titulares de los valores por el correcto desempeño de sus funciones, en los términos que resulten del régimen legal y del contrato de prestación de servicios. Su condición de entidad regulada comporta la aplicación de los requisitos organizativos, de gestión de conflictos de interés, de recursos y de idoneidad propios de su estatuto, así como su sujeción a la supervisión de la CNMV. Deben asimismo examinarse las eventuales incompatibilidades derivadas de la concurrencia en una misma entidad de la función de ERIR y de otras funciones respecto de la misma emisión —señaladamente, la colocación, el asesoramiento o la custodia—, debiendo en tal caso articularse medidas de gestión de los conflictos de interés y, cuando éstos no puedan gestionarse adecuadamente, revelarse al inversor o evitarse.

2.6.5 Transmisión, legitimación y gravámenes

La transmisión de los valores representados mediante sistemas basados en TRD se perfecciona mediante la inscripción en el propio sistema. La inscripción tiene, por tanto, eficacia traslativa y no meramente declarativa: el adquirente deviene titular del valor en el momento de la inscripción a su favor, de modo análogo a lo que sucede en el régimen de anotaciones en cuenta con la inscripción en el registro contable. De ello se sigue que la mera celebración del contrato de compraventa o de

transmisión, sin inscripción, no transmite la titularidad del valor, aunque genere las obligaciones propias del contrato entre las partes.

La inscripción produce asimismo efectos de legitimación: el titular inscrito se presume titular legítimo de los valores y puede exigir del emisor el reconocimiento de su condición de socio y el ejercicio de los derechos correspondientes. La acreditación de la titularidad frente a terceros y frente al emisor se verifica mediante los certificados de legitimación expedidos por la entidad responsable, que no son títulos negociables ni pueden transmitirse, y cuya expedición puede comportar la inmovilización temporal de los valores a los efectos para los que se expiden.

El sistema debe permitir la constancia de los derechos reales limitados y de los gravámenes que recaigan sobre los valores, señaladamente la prenda y el usufructo, así como la anotación de los embargos y demás medidas cautelares o ejecutivas acordadas por autoridad judicial o administrativa competente. Este aspecto reviste particular complejidad técnica en entornos distribuidos y debe quedar expresamente resuelto en el reglamento del sistema y en el documento de emisión, previendo los mecanismos operativos que permitan inmovilizar los valores, impedir su transmisión y, en su caso, ejecutar la adjudicación a favor del rematante o adjudicatario.

Finalmente, el régimen contempla la posibilidad de sustitución del sistema de representación, tanto entre modalidades (de TRD a anotaciones en cuenta o a títulos, y viceversa) como de un sistema TRD a otro. La sustitución exige acuerdo del órgano competente, modificación estatutaria cuando proceda, adecuada publicidad, plazo suficiente para que los titulares adapten su posición y la garantía de que no se produce discontinuidad en la constancia de las titularidades ni de los gravámenes inscritos. Debe preverse en la documentación de la Operación un mecanismo de contingencia que permita la migración ordenada a otro sistema o a anotaciones en cuenta en supuestos de fallo estructural del sistema, de cese de la actividad del proveedor tecnológico o de renuncia de la ERIR.

Posición conservadora: se recomienda que el documento de emisión y el reglamento del sistema prevean de forma expresa y detallada (i) el procedimiento de rectificación de errores materiales, (ii) el procedimiento de ejecución de embargos y resoluciones judiciales, (iii) el procedimiento aplicable en supuestos de fallecimiento del titular y de transmisión mortis causa, (iv) el procedimiento aplicable en supuestos de pérdida de las claves criptográficas de acceso, y (v) un plan de contingencia y migración. La omisión de estas previsiones constituye la deficiencia más frecuente en las emisiones tokenizadas y es susceptible de generar situaciones de bloqueo sin solución técnica una vez producida la contingencia.

2.7 Mapa de clasificación regulatoria

Se recoge a continuación, con finalidad sistematizadora, un mapa de la normativa potencialmente concurrente sobre la Operación, con indicación de su aplicabilidad, del fundamento de dicha conclusión y de la posición que se recomienda adoptar. El mapa tiene carácter sintético y debe leerse necesariamente en conexión con el desarrollo contenido en el cuerpo del informe.

Tabla 3. Mapa de clasificación regulatoria de la Operación

Norma / régimen	¿Aplicable?	Fundamento	Posición recomendada
Reglamento (UE) 2023/1114 (MiCA)	No	Las acciones son instrumentos financieros en el sentido del artículo 4.1.15 de MiFID II y quedan excluidas del ámbito de MiCA conforme a su artículo 2, apartado 4. Criterio confirmado públicamente por la CNMV.	Documentar memorándum de calificación. No elaborar white paper. Proscribir terminología cripto en toda la documentación.

Norma / régimen	¿Aplicable?	Fundamento	Posición recomendada
Reglamento (UE) 2022/858 (Régimen Piloto DLT)	No	Regula infraestructuras de mercado (SMN DLT, SL DLT, SNL DLT), no emisiones. No se pretende admisión a negociación. Una ERIR no es un SMN ni un sistema de liquidación.	No acogerse al régimen. No aludir a él en materiales de colocación. Reevaluar únicamente si en el futuro se buscara negociación organizada.
LMVSI (Ley 6/2023) — representación mediante sistemas basados en TRD	Sí	Reconoce la representación de valores negociables mediante sistemas basados en TRD y configura el régimen del documento de emisión y de la ERIR.	Cumplimiento íntegro. Previsión estatutaria habilitante, documento de emisión y designación formal de ERIR como condiciones previas a la emisión.
Real Decreto 814/2023	Sí	Desarrolla los requisitos del sistema TRD, el contenido mínimo del documento de emisión y el estatuto y funciones de la ERIR.	Verificación técnica documentada del cumplimiento de integridad, inmutabilidad, identificación, trazabilidad y no duplicación antes de la primera inscripción.
LMVSI, artículo 36 (colocaciones exentas con publicidad)	Probable	Las colocaciones exentas de folleto dirigidas al público mediante actividad publicitaria exigen la intervención de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión, con validación de la información y supervisión del proceso. La CNMV conserva facultades para exigir folleto.	Asumir su aplicación salvo que la colocación se limite estrictamente a inversores cualificados sin publicidad. Designar entidad colocadora autorizada y documentar su validación de los materiales.
Reglamento (UE) 2017/1129 (Folletos)	Sí (con exención)	La colocación constituye oferta pública de valores negociables, pero puede acogerse a las exenciones de inversores cualificados, de menos de 150 destinatarios no cualificados por Estado miembro o de inversión mínima de EUR 100.000, con reglas de agregación a doce meses.	Delimitar y documentar rigurosamente el perímetro de exención. Llevar registro nominativo de destinatarios. No fragmentar artificialmente la oferta. Reevaluar si el importe o el número de destinatarios aumenta.
MiFID II — servicios de inversión	Sí	La colocación, recepción y transmisión de órdenes, el asesoramiento y la custodia de las acciones constituyen servicios de inversión sujetos a reserva de actividad y a las normas de conducta.	Canalizar la colocación a través de entidad autorizada. Evaluación de idoneidad o conveniencia. No asumir el carácter de instrumento no complejo ni la aptitud para execution only.
MiFID II — gobierno de producto	Sí	El emisor que diseña el instrumento y la entidad que lo distribuye deben definir el mercado objetivo positivo y negativo, la estrategia de distribución y los mecanismos de revisión periódica.	Elaborar y aprobar formalmente la ficha de gobierno de producto con mercado objetivo negativo explícito, incluyendo a los inversores que esperen liquidez o preservación de capital.
Reglamento (UE) 1286/2014 (PRIIPs)	Probablemente no	Las acciones ordinarias emitidas directamente por el emisor, con derechos pari passu y sin empaquetamiento ni exposición indirecta a valores de referencia, no	Documentar el análisis. Revisar la conclusión si se interpone SPV, si se crean preferencias económicas o si se incorpora cualquier mecanismo de pago predeterminado.

Norma / régimen	¿Aplicable?	Fundamento	Posición recomendada
		constituyen con carácter general productos empaquetados.	
Directiva 2011/61/UE (AIFMD) y Ley 22/2014	Riesgo relevante	Riesgo de recalificación del emisor como FIA o EICC. La exclusión de holdings exige estrategia empresarial a través de filiales y que la sociedad no se haya creado principalmente para generar rendimientos por desinversión. ESMA exige análisis de sustancia caso por caso.	Opinión de perímetro como condición previa y bloqueante. Evitar narrativa de vehículo de inversión, de política de inversión y de estrategia de salida predefinida. La transformación en S.A. no es safe harbour.
Reglamento (UE) 596/2014 (Abuso de Mercado)	No (con matices)	El régimen se aplica a instrumentos admitidos a negociación o para los que se haya solicitado la admisión en centros de negociación. No concurre tal circunstancia.	No aplicable de forma directa, pero se recomienda implantar normas internas de confidencialidad y de tratamiento de información privilegiada por buena práctica y de cara a una eventual admisión futura.
Ley 10/2010 y RD 304/2014 (PBC/FT)	Sí	Obligaciones de diligencia debida, identificación formal y del titular real, enfoque basado en riesgo, tratamiento de personas con responsabilidad pública, cribado de sanciones, verificación del origen de los fondos y conservación documental.	Analizar con cautela la condición de sujeto obligado del emisor. En todo caso, imponer contractualmente el estándar completo y exigir a la ERIR y a la entidad colocadora la acreditación de sus procedimientos.
Reglamento (UE) 2016/679 (RGPD)	Sí	El registro de titularidades en un sistema distribuido comporta tratamiento de datos personales, con cuestiones específicas de determinación del responsable, minimización, conservación y ejercicio de derechos de rectificación y supresión.	Realizar evaluación de impacto. Evitar la inscripción en cadena de datos personales en claro, empleando referencias indirectas con datos identificativos en registro fuera de cadena bajo control de la ERIR.
Reglamento (UE) 2022/2554 (DORA)	Parcialmente	El marco de resiliencia operativa digital se aplica a las entidades financieras, entre ellas la ERIR y la entidad colocadora, y se proyecta sobre sus proveedores tecnológicos mediante requisitos contractuales.	Verificar que la ERIR cumple DORA y que el contrato con el proveedor tecnológico del sistema TRD incorpora las cláusulas exigidas en materia de externalización de servicios de tecnología.
Reglamento (UE) 2023/1113 (Transferencia de Fondos)	No	El régimen de información que acompaña a las transferencias de fondos y de criptoactivos se proyecta sobre transferencias de criptoactivos efectuadas por proveedores de servicios de criptoactivos. Las acciones son instrumentos financieros excluidos.	No aplicable. No obstante, el flujo de desembolso de las aportaciones dinerarias a través de entidades de crédito queda sujeto al régimen ordinario de transferencias de fondos.
RDLeg 1/2010 (Ley de Sociedades de Capital)	Sí	Régimen del aumento de capital, del derecho de suscripción preferente y su eventual supresión, de las clases de acciones y de los límites a los	Acuerdos societarios con informes preceptivos. Derechos económicos pari passu. Elevación a público e

Norma / régimen	¿Aplicable?	Fundamento	Posición recomendada
		privilegios, incluida la prohibición de acciones con derecho a interés.	inscripción registral previa a la inscripción de los valores en el sistema TRD.
Real Decreto-ley 5/2023 (modificaciones estructurales)	Sí	Régimen de la transformación de sociedad de responsabilidad limitada en sociedad anónima, con informe de experto independiente sobre el patrimonio social, derecho de separación y publicidad.	Ejecutar la transformación con carácter previo y asegurar su inscripción registral antes de cualquier actuación de colocación. No iniciar la comercialización durante la pendencia de la transformación.

2.8 Incertidumbres regulatorias y ausencia de criterio consolidado

El análisis precedente debe completarse con la identificación expresa de las zonas en las que, a la fecha de referencia, no existe criterio administrativo consolidado, doctrina jurisprudencial ni práctica de mercado suficientemente asentada. La transparencia sobre estas incertidumbres constituye una exigencia de rigor profesional y, al mismo tiempo, un elemento de protección del órgano de administración, que debe adoptar sus decisiones con conocimiento del margen de riesgo asumido. Se identifican al menos las siguientes:

17. Perímetro de la exclusión de las sociedades holding del concepto de fondo de inversión alternativa. No existe criterio consolidado sobre los elementos concretos que permiten afirmar que una sociedad holding desarrolla una «estrategia empresarial» a través de sus filiales, ni sobre el peso relativo que deben tener la gestión operativa efectiva, la permanencia de la participación, la ausencia de horizonte de desinversión predeterminado y la inexistencia de política de inversión definida. La utilización en los materiales comerciales de terminología propia del capital riesgo —IRR objetivo, MOIC, estrategia de salida, período de inversión— incrementa materialmente el riesgo. Posición conservadora recomendada: obtener opinión de perímetro con carácter previo y bloqueante, depurar íntegramente la narrativa comercial de terminología de vehículo de inversión y documentar la gestión operativa efectiva del grupo.
18. Alcance exacto del artículo 36 de la LMVSI y concepto de «dirigida al público con publicidad». No existe criterio detallado que delimite cuándo una colocación exenta de folleto se considera dirigida al público mediante actividad publicitaria, especialmente en contextos digitales en los que la frontera entre comunicación dirigida a una lista cerrada de destinatarios y difusión indiscriminada resulta difusa. Posición conservadora recomendada: asumir la aplicación del precepto, designar entidad autorizada que valide la información y supervise el proceso, y evitar toda difusión abierta en medios, redes sociales o portales de acceso libre.
19. Tratamiento de la inmutabilidad del registro distribuido frente al derecho de supresión y rectificación del RGPD. La tensión entre la arquitectura técnica de los registros distribuidos y los derechos de los interesados no ha sido resuelta de forma definitiva ni por el Comité Europeo de Protección de Datos ni por la Agencia Española de Protección de Datos en términos operativos plenamente concluyentes. Posición conservadora recomendada: diseñar la arquitectura de modo que los datos personales no se inscriban en la cadena, manteniéndolos en un registro fuera de cadena bajo control de la ERIR, y vincular la posición en cadena mediante identificadores seudonimizados reversibles únicamente por la entidad responsable.
20. Determinación de la condición de sujeto obligado del emisor conforme a la Ley 10/2010. La condición de sujeto obligado de un emisor no financiero que coloca directamente sus propios

valores no resulta inequívoca, y la cuestión se complica cuando la colocación se instrumenta a través de infraestructuras tecnológicas. Posición conservadora recomendada: con independencia de la calificación formal, imponer contractualmente al emisor y exigir de la ERIR y de la entidad colocadora el cumplimiento del estándar completo de diligencia debida, documentando la cadena de verificaciones.

21. Calificación del instrumento a efectos de PRIIPs cuando concurren elementos de empaquetamiento indirecto. Aun tratándose de acciones ordinarias, la existencia de estructuras de grupo complejas en las que el emisor es un holding sin actividad operativa directa podría suscitar la cuestión de si el inversor está adquiriendo una exposición indirecta a activos subyacentes susceptible de calificarse como empaquetamiento. El criterio predominante lo niega para las acciones de sociedades holding operativas, pero no existe pronunciamiento inequívoco. Posición conservadora recomendada: documentar el análisis de forma razonada y reevaluarlo de forma automática ante cualquier modificación estructural, señaladamente ante la interposición de un SPV.
22. Régimen de ejecución de embargos y de resoluciones judiciales sobre valores representados mediante sistemas basados en TRD. No existe práctica judicial asentada sobre el procedimiento de traba, inmovilización y realización de valores inscritos en sistemas distribuidos, ni sobre la posición y responsabilidad de la ERIR frente al órgano judicial. Posición conservadora recomendada: prever en el documento de emisión y en el reglamento del sistema un procedimiento detallado y técnicamente ejecutable, y reconocer expresamente la competencia de la ERIR para practicar las anotaciones e inmovilizaciones que le sean ordenadas por autoridad competente.
23. Efectos de la discrepancia entre el contrato inteligente y la documentación jurídica. No existe criterio consolidado sobre la prevalencia de la documentación jurídica frente al código ejecutado automáticamente en supuestos de divergencia, ni sobre la responsabilidad derivada de la ejecución automática de un resultado no querido por las partes. Posición conservadora recomendada: establecer en el documento de emisión una cláusula expresa de prevalencia de la documentación jurídica sobre el código, prever mecanismos de intervención y suspensión controlada del sistema por la ERIR, y someter el código a auditoría técnica independiente previa.
24. Tratamiento de la pérdida de las claves criptográficas privadas del titular. No existe régimen legal específico que regule las consecuencias de la pérdida irreversible del control sobre la posición inscrita, ni la obligación de la ERIR de reasignar los valores al titular legítimo acreditado por otros medios. Posición conservadora recomendada: configurar el sistema de modo que la ERIR conserve capacidad técnica de reasignación bajo procedimiento reglado, documentado y sujeto a acreditación de la titularidad, evitando arquitecturas de autocustodia pura que generarían riesgo de pérdida definitiva del valor para el inversor.

La identificación de estas incertidumbres no debe interpretarse como una objeción a la viabilidad de la Operación, que se estima jurídicamente factible en los términos expuestos, sino como la delimitación del margen de riesgo residual que debe ser conocido y asumido conscientemente por el órgano de administración del emisor, y que debe quedar adecuadamente reflejado en los factores de riesgo que se comuniquen a los inversores potenciales. En un entorno normativo en evolución, la adopción sistemática de la posición conservadora, la documentación exhaustiva del razonamiento seguido en cada decisión estructural y la interlocución temprana con las entidades reguladas intervinientes constituyen las mejores salvaguardas frente a un cambio de criterio supervisor sobrevenido.

Tabla 4. Síntesis de las zonas de incertidumbre y de la posición conservadora recomendada

Zona de incertidumbre	Nivel de riesgo	Consecuencia si se materializa	Mitigación recomendada
Perímetro AIF / EICC del emisor	Alto	Necesidad de gestora autorizada, depositario y régimen de comercialización restringido; eventual nulidad o paralización de la colocación y riesgo sancionador.	Opinión de perímetro previa y bloqueante. Depuración de la narrativa comercial. Documentación de la gestión operativa efectiva del grupo.
Aplicación del artículo 36 LMVSI	Medio-alto	Exigencia sobrevenida de intervención de entidad autorizada o de folleto; paralización del proceso y requerimiento supervisor.	Asumir su aplicación. Designar entidad colocadora autorizada. Evitar toda difusión abierta y conservar registro nominativo de destinatarios.
Inmutabilidad del registro frente al RGPD	Medio	Imposibilidad material de atender derechos de rectificación y supresión; sanción en materia de protección de datos.	Arquitectura con datos personales fuera de cadena e identificadores seudonimizados. Evaluación de impacto documentada.
Condición de sujeto obligado PBC/FT	Medio	Incumplimiento de obligaciones de diligencia debida y de comunicación; riesgo sancionador y reputacional.	Cumplimiento voluntario del estándar completo con independencia de la calificación formal. Exigencia contractual a ERIR y colocadora.
Calificación PRIIPs por empaquetamiento indirecto	Bajo-medio	Necesidad de elaborar KID con carácter previo a la comercialización a minoristas; infracción si se omite.	Análisis documentado. Mantener estructura directa sin SPV y derechos económicos pari passu. Reevaluación automática ante cambios estructurales.
Ejecución de embargos y resoluciones judiciales	Medio	Imposibilidad técnica de dar cumplimiento a mandamientos judiciales; responsabilidad del emisor y de la ERIR.	Procedimiento detallado y ejecutable en el documento de emisión. Reconocimiento expreso de la competencia de la ERIR.
Discrepancia entre contrato inteligente y documentación	Medio	Ejecución automática de resultados no queridos; litigios sobre la prevalencia y la responsabilidad.	Cláusula expresa de prevalencia de la documentación jurídica. Mecanismos de suspensión controlada. Auditoría técnica independiente del código.
Pérdida de claves criptográficas del titular	Medio	Pérdida definitiva e irreversible del valor para el inversor; reclamación frente al emisor y a la ERIR.	Capacidad técnica de reasignación por la ERIR bajo procedimiento reglado. Exclusión de arquitecturas de autocustodia pura.

Advertencia final de la Parte A: las conclusiones contenidas en los apartados 1 y 2 se emiten por referencia al marco normativo vigente a 11 de octubre de 2026, se sustentan en la documentación efectivamente examinada y quedan condicionadas a la subsanación de las limitaciones expresadas en el apartado 1.3. Deberán ser objeto de revisión y validación regulatoria y fiscal específica con anterioridad a la circulación de cualquier material entre inversores potenciales.

3. Régimen de oferta pública o privada y obligación de folleto

3.1. Marco normativo aplicable: Reglamento (UE) 2017/1129 y Título III de la LMVSI

La determinación del régimen aplicable a la colocación de las nuevas acciones de KELPA, S.A. representadas mediante sistemas basados en tecnología de registros distribuidos exige partir de una premisa que conviene explicitar desde el primer momento: el hecho de que los valores se representen mediante TRD no altera en absoluto el régimen de oferta pública ni la obligación de publicar un folleto informativo. El Reglamento (UE) 2017/1129, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado (el «Reglamento de Folletos»), y el Título III de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión («LMVSI»), que desarrolla y complementa aquél en el ordenamiento español, son plenamente neutrales desde el punto de vista tecnológico. El régimen se activa por la naturaleza del instrumento —valor negociable— y por la forma en que se dirige la comunicación al mercado, no por el soporte registral empleado. Cualquier planteamiento comercial que sugiera que la «tokenización» permite eludir, simplificar o diferir el análisis de folleto debe ser rechazado de plano y, si figura en algún material preparado por terceros, corregido antes de su circulación.

El concepto nuclear del sistema es el de «oferta pública de valores». El artículo 2, letra d), del Reglamento de Folletos lo define como «una comunicación dirigida a personas en cualquier forma y por cualquier medio, que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y los valores ofertados de modo que permita a un inversor decidir adquirir o suscribir dichos valores». Se trata de una definición deliberadamente amplia, construida sobre tres elementos acumulativos: (i) una comunicación dirigida a personas, sin exigencia de un número mínimo ni de un formato determinado; (ii) la idoneidad del contenido para permitir una decisión de inversión, esto es, la presencia de información suficiente sobre los términos de la oferta y sobre los valores; y (iii) la ausencia de cualquier requisito de formalidad, publicidad masiva o intermediación. La jurisprudencia y la práctica supervisora han subrayado reiteradamente que no es necesario que la comunicación se dirija al público en general ni que se difunda por medios de comunicación de masas: basta con que se dirija a personas —en plural— y que su contenido sea idóneo para fundamentar una decisión de suscripción.

Esta amplitud conceptual tiene consecuencias prácticas de primer orden en una operación como la que nos ocupa, en la que el sponsor ha preparado material de presentación con información detallada sobre los proyectos de Madrid y Birmingham, sobre el capex comprometido, sobre los ingresos y EBITDA estabilizados proyectados, sobre el precio de salida estimado y sobre las tasas internas de retorno y múltiplos sobre capital invertido esperados. Un material de esa densidad informativa, si se combina con la indicación del importe de la emisión, del precio por acción o del ticket mínimo, satisface sin dificultad el requisito de «información suficiente» de la definición legal. La cuestión no es, por tanto, si el material constituye o no una oferta en sentido técnico —muy probablemente lo constituye—, sino si dicha oferta encaja en alguno de los supuestos de exclusión o exención que permiten prescindir del folleto.

Conviene detenerse en un punto que genera recurrentemente controversia en la práctica: la comunicación a través de canales digitales, plataformas en línea, listas de distribución, grupos de mensajería instantánea o redes sociales. La supervisión europea y la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores («CNMV») han sostenido de manera consistente que el canal es irrelevante a efectos de calificación: una publicación en una red social profesional, un envío masivo de correo

electrónico, un formulario de registro de interés alojado en una página web accesible sin restricciones, un webinar abierto o la difusión de un enlace a un teaser en un grupo de mensajería pueden constituir, individual o conjuntamente, una oferta pública de valores. El riesgo se agrava cuando la comunicación digital incorpora elementos de captación activa —llamadas a la acción, cuentas atrás, contadores de importe suscrito, botones de «invertir ahora»— que son propios de las campañas abiertas de financiación participativa y que, trasladados a una colocación privada, resultan difícilmente conciliables con la pretensión de que la oferta se dirigía a un círculo cerrado y predeterminado de destinatarios.

Posición conservadora recomendada: debe establecerse desde el inicio del proceso una política escrita de comunicación de la oferta que prohíba expresamente cualquier difusión del material de colocación por canales abiertos no controlados, que someta toda comunicación externa a aprobación previa del asesor legal y de la entidad autorizada que intervenga, y que documente para cada destinatario la fecha de envío, la identidad, la base de exención invocada y la versión exacta del material remitido. La ausencia de esta disciplina es, en nuestra experiencia, la causa más frecuente de que una colocación concebida como privada acabe siendo tratada como oferta pública.

Finalmente, procede recordar que el Reglamento de Folletos contempla dos planos distintos de activación de la obligación: la oferta pública de valores y la admisión a negociación en un mercado regulado. En la operación proyectada no se contempla admisión a negociación de las acciones en mercado regulado alguno, ni la inscripción en un sistema basado en TRD gestionado por una entidad responsable de la inscripción y registro («ERIR») equivale, en modo alguno, a dicha admisión. La ERIR no es un centro de negociación, ni un sistema multilateral de negociación, ni una infraestructura de mercado DLT de las previstas en el Reglamento (UE) 2022/858. Por consiguiente, el único vector de riesgo relevante en materia de folleto es el de la oferta pública, y a él se dedica el análisis que sigue.

3.2. El umbral cuantitativo: exclusión por razón de importe y reglas de agregación

El Reglamento de Folletos articula, junto al sistema de exenciones subjetivas y por ticket, una exclusión de su ámbito de aplicación por razón del importe total de la oferta. El esquema europeo distingue entre un umbral de exclusión plena del Reglamento, por debajo del cual los Estados miembros no pueden imponer la obligación de folleto armonizado, y un tramo superior en el que los Estados miembros disponen de la facultad de optar por eximir las ofertas de la obligación de folleto siempre que no se solicite el pasaporte europeo. España ha hecho uso de dicha facultad hasta el nivel máximo permitido, de modo que el umbral español consolidado se sitúa en ocho millones de euros computados sobre un período de doce meses. En consecuencia, una oferta de valores dirigida a inversores españoles cuyo importe total agregado no supere dicho umbral queda fuera de la obligación de publicar folleto aprobado por la CNMV, sin perjuicio de que resulten de aplicación las restantes normas de conducta, publicidad e intervención a que se hace referencia más adelante.

Debe advertirse que la arquitectura europea de umbrales ha sido objeto de modificación en el marco del paquete normativo conocido como «Listing Act», que ha introducido ajustes tanto en los importes como en el régimen de documentos simplificados y en las exenciones aplicables a emisiones de valores fungibles con otros ya admitidos. El efecto práctico de dichas modificaciones sobre una emisión no cotizada de dos millones de euros colocada exclusivamente en España es limitado, pero su existencia obliga a verificar el estado de transposición y desarrollo reglamentario en la fecha efectiva de lanzamiento de la oferta. El presente informe se emite sobre la base del marco vigente a la fecha de

referencia y su conclusión debe confirmarse inmediatamente antes de la circulación de los materiales definitivos.

El elemento verdaderamente crítico del régimen de umbrales no es el importe en sí, sino las reglas de agregación. El cómputo no se realiza oferta por oferta de forma aislada, sino acumulando el importe total de todas las ofertas de valores realizadas por el mismo emisor en la Unión Europea durante un período de doce meses. Ello significa que si KELPA, S.A. hubiera realizado o pretendiera realizar, dentro de la ventana de doce meses relevante, otras colocaciones de valores —ya sean acciones, obligaciones convertibles, warrants u otros instrumentos—, sus importes deben sumarse a los dos millones de euros de la presente emisión a efectos de determinar si se supera el umbral. La agregación se practica con independencia de que las ofertas se hayan dirigido a destinatarios distintos, de que se hayan instrumentado mediante acuerdos societarios separados o de que se hayan documentado como tramos autónomos.

Correlativamente, el ordenamiento prohíbe la fragmentación artificial de una oferta única en varias ofertas sucesivas o simultáneas de importe inferior al umbral con la finalidad de eludir la obligación de folleto. La calificación de una pluralidad de colocaciones como oferta única fragmentada atiende a criterios de sustancia: identidad o sustancial coincidencia del emisor y de los valores ofertados, proximidad temporal, unidad de la campaña comercial, utilización del mismo material de colocación, destino común de los fondos captados y existencia de un plan preconcebido de captación por tramos. Si concurren estos indicios, el supervisor puede agregar los importes y concluir que se ha realizado una oferta pública sin folleto, con las consecuencias sancionadoras y, eventualmente, de responsabilidad civil frente a los inversores que ello comporta.

Aplicado al supuesto que nos ocupa, el importe objetivo de la emisión asciende a dos millones de euros entre valor nominal y prima de emisión. Dicho importe se sitúa holgadamente por debajo del umbral español consolidado, con un margen suficiente para absorber eventuales sobresuscripciones moderadas sin comprometer la conclusión. Sobre la base de la información disponible, y bajo la premisa de que KELPA no ha realizado ni realizará otras ofertas de valores en la Unión Europea dentro de la ventana de doce meses relevante, cabe concluir con razonable solidez que la emisión no queda sujeta a la obligación de publicar folleto informativo aprobado por la CNMV por razón de su importe.

Tabla 3.1. Análisis del umbral cuantitativo y de las reglas de agregación

Elemento	Contenido	Aplicación a KELPA	Verificación requerida
Importe de la emisión	Suma de valor nominal y prima de emisión de las nuevas acciones	EUR 2.000.000	Confirmar importe definitivo tras cierre del libro
Umbral español consolidado	EUR 8.000.000 en un período de doce meses, sin pasaporte europeo	No superado	Verificar vigencia del umbral a la fecha de lanzamiento
Ventana de agregación	Doce meses anteriores, computados oferta a oferta	[●] — pendiente de confirmación por el emisor	Declaración escrita del órgano de administración
Otras ofertas del emisor	Cualquier oferta de valores en la UE del mismo emisor	No se han identificado	Revisión de actas y de financiaciones previas
Instrumentos convertibles	Convertibles, warrants y opciones pueden computar	[●]	Revisión del cap table plenamente diluido

Elemento	Contenido	Aplicación a KELPA	Verificación requerida
Sobresuscripción	Un exceso de demanda aceptado eleva el importe agregado	Debe fijarse un techo duro contractual	Cláusula de importe máximo en el acuerdo de aumento
Fragmentación artificial	Prohibida; se atiende a la sustancia y al plan preconcebido	Riesgo bajo si la emisión se cierra en un acto único	Evitar segundas rondas dentro de los doce meses
Pasaporte europeo	Su solicitud excluye la exención nacional	No se solicitará	Confirmar ausencia de colocación transfronteriza activa

Advertencia expresa: la conclusión alcanzada es estrictamente dependiente del importe. Si la emisión se dimensionase en veinte millones de euros, el umbral se vería ampliamente superado y la publicación de un folleto informativo aprobado por la CNMV pasaría a constituir el escenario base, con el consiguiente impacto en coste, calendario —debe preverse un proceso de revisión y aprobación supervisora no inferior a varios meses—, régimen de responsabilidad por el contenido del folleto y exigencias de información financiera histórica auditada. Idéntica conclusión resultaría aplicable si la emisión de dos millones se fragmentase artificialmente en tramos sucesivos cuya suma superase el umbral dentro de la ventana de doce meses. Recomendamos que el acuerdo de aumento de capital incorpore un importe máximo de suscripción inderogable y que el emisor asuma el compromiso expreso de no realizar nuevas ofertas de valores durante los doce meses siguientes al cierre sin análisis legal previo.

3.3. Exenciones subjetivas y por ticket aplicables en paralelo

Con independencia de la exclusión por razón de importe, que por sí sola bastaría para fundamentar la ausencia de obligación de folleto, resulta altamente aconsejable estructurar la colocación de modo que quede simultáneamente amparada por una o varias de las exenciones subjetivas y por ticket previstas en el artículo 1, apartado 4, del Reglamento de Folletos. La razón es de pura prudencia: si por cualquier circunstancia sobrevenida —sobresuscripción aceptada, descubrimiento de una oferta previa computable, modificación normativa del umbral— la exclusión por importe dejara de operar, la colocación seguiría estando exenta por su configuración subjetiva. Esta técnica de doble cobertura, habitual en la práctica de colocaciones privadas, no genera coste adicional relevante y reduce sustancialmente el riesgo regulatorio.

La primera exención relevante es la de las ofertas dirigidas exclusivamente a inversores cualificados. El concepto de inversor cualificado se remite a la categoría de cliente profesional y de contraparte elegible de la Directiva 2014/65/UE («MiFID II») y de su normativa española de desarrollo, comprendiendo tanto a los profesionales por naturaleza —entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, compañías de seguros, instituciones de inversión colectiva y sus gestoras, fondos de pensiones, grandes empresas que superen determinados umbrales de balance, cifra de negocios y fondos propios— como a aquellos clientes que hayan solicitado y obtenido el tratamiento de profesionales a petición propia, previa verificación por la entidad de los requisitos cuantitativos y cualitativos legalmente establecidos. La exención es de aplicación estricta: basta con que un solo destinatario no cualificado reciba la oferta para que la cobertura decaiga respecto de ese tramo, debiendo entonces ampararse en otra base.

La segunda exención es la de las ofertas dirigidas a menos de ciento cincuenta personas físicas o jurídicas por Estado miembro, distintas de los inversores cualificados. El cómputo presenta tres particularidades que suelen pasarse por alto en la práctica. En primer lugar, el límite se aplica por Estado miembro, de modo que una colocación dirigida a ciento cuarenta destinatarios no cualificados

en España y a ciento treinta en otro Estado miembro quedaría amparada en ambos, pero exigiría control separado de cada jurisdicción y análisis de la normativa local de comercialización. En segundo lugar, lo que computa es el número de personas a las que se dirige la oferta, no el número de personas que finalmente suscriben: un envío del material a doscientos destinatarios de los que sólo suscriben treinta agota la exención. En tercer lugar, los inversores cualificados no computan a estos efectos, de modo que ambas exenciones son plenamente acumulables.

La tercera exención opera por razón del importe mínimo de inversión: quedan exentas las ofertas dirigidas a inversores que adquieran valores por un importe total de al menos cien mil euros por inversor y por oferta separada. El requisito de «oferta separada» exige que el ticket mínimo se verifique respecto de cada oferta considerada individualmente, sin que resulte admisible agregar suscripciones de distintas ofertas para alcanzar el umbral. Se trata de una exención particularmente útil en colocaciones de private wealth, pues permite acceder a inversores que no reúnen la condición de cualificados pero que disponen de capacidad patrimonial suficiente, sin consumir el contador de ciento cincuenta destinatarios. Debe subrayarse que el umbral se refiere al importe efectivamente adquirido y desembolsado, no al importe comprometido ni al ofrecido, por lo que las reducciones de adjudicación por prorrateo deben gestionarse con cuidado para no situar inadvertidamente a un inversor por debajo de los cien mil euros.

La cuarta exención, referida a los valores con denominación unitaria de al menos cien mil euros, resulta de escasa utilidad práctica en una emisión de acciones. Su diseño responde a las características de los instrumentos de deuda, en los que la denominación unitaria constituye un parámetro de emisión libremente determinable. En el caso de las acciones, el valor nominal unitario es un elemento estatutario con implicaciones societarias relevantes —cómputo de derechos de voto, divisibilidad, flexibilidad para futuras operaciones sobre el capital, viabilidad de desdoblamientos— y fijarlo en cien mil euros por acción produciría una estructura de capital extraordinariamente rígida y comercialmente poco atractiva. Descartamos, por tanto, el recurso a esta exención y la mencionamos únicamente a efectos de exhaustividad del análisis.

Tabla 3.2. Exenciones del Reglamento de Folletos y su aplicabilidad a la operación

Exención	Contenido	Cómputo	Aplicabilidad a KELPA	Control documental
Inversores cualificados	Oferta dirigida exclusivamente a clientes profesionales y contrapartes elegibles conforme a MiFID II	Sin límite numérico	Alta — base del tramo ancla	Certificación de categorización MiFID y evidencia de los umbrales
Menos de 150 destinatarios	Personas físicas o jurídicas distintas de inversores cualificados	Por Estado miembro; computan destinatarios, no suscriptores	Alta — base del tramo select affluent	Registro nominativo con contador en tiempo real
Ticket mínimo EUR 100.000	Importe total adquirido por inversor y oferta separada	Por inversor y por oferta	Alta — base del tramo private wealth	Boletín de suscripción con importe mínimo y prohibición de prorrateo a la baja
Denominación unitaria EUR 100.000	Valor nominal unitario del valor	Por valor	Descartada — inviable en equity	No aplicable

Exención	Contenido	Cómputo	Aplicabilidad a KELPA	Control documental
Acumulación	Las exenciones operan de forma acumulativa y no excluyente	Por tramo	Recomendada	Mapa de tramos con base de exención asignada a cada destinatario

La acumulabilidad de las exenciones merece un comentario específico. Nada impide que una misma emisión se coloque mediante tramos amparados en bases de exención distintas: un tramo dirigido a inversores cualificados, otro a inversores no cualificados con ticket igual o superior a cien mil euros y un tercero a un número inferior a ciento cincuenta inversores no cualificados con ticket inferior. Lo que sí resulta imprescindible es que cada destinatario quede inequívocamente asignado a un tramo y a una base de exención, y que dicha asignación se documente de forma contemporánea a la remisión del material, no a posteriori. La reconstrucción retrospectiva de las bases de exención es uno de los puntos más débiles en cualquier revisión supervisora o en una eventual reclamación de un inversor.

Debe advertirse, por último, sobre el riesgo específico de que una colocación concebida como private placement se transforme de facto en una campaña abierta. Ello sucede con frecuencia cuando el emisor o sus asesores comerciales recurren a redes de distribución no controladas, a agentes que reenvían el material a sus propias bases de contactos, a plataformas en línea de intermediación o a difusión en foros de inversores. En tales casos, el emisor pierde el control sobre el número y la identidad de los destinatarios, deviene imposible acreditar el cumplimiento del límite de ciento cincuenta y la calificación como oferta pública resulta prácticamente inevitable. La mitigación pasa por la contractualización estricta de las obligaciones de los distribuidores, la prohibición de subdistribución sin autorización escrita, la entrega del material únicamente mediante canales con trazabilidad individual y la auditoría periódica del registro de destinatarios durante el período de colocación.

Posición conservadora recomendada: mantener en todo momento, y con actualización al menos semanal durante el período de colocación, un registro de destinatarios que identifique para cada uno la fecha de primer contacto, la base de exención invocada, la documentación acreditativa de dicha base, la versión del material entregada y el canal utilizado. Fijar un límite interno de ciento veinte destinatarios no cualificados —frente al máximo legal de ciento cincuenta— como margen de seguridad frente a errores de cómputo o contactos no registrados.

3.4. Estructura de tramos de colocación recomendada

Sobre la base del análisis precedente, recomendamos estructurar la colocación en tramos diferenciados, cada uno de ellos con un importe indicativo, un ticket mínimo, un perfil de destinatario, una base de exención y un conjunto de controles documentales propios. Esta arquitectura por tramos no responde a una exigencia legal formal, sino a una técnica de gestión del riesgo regulatorio: permite demostrar ante el supervisor que la colocación fue diseñada y ejecutada con conciencia del perímetro de exención aplicable, y facilita la interrupción selectiva de un tramo si durante el proceso se detecta que sus controles no están operando adecuadamente, sin comprometer el resto de la operación.

Tabla 3.3. Estructura de tramos de colocación recomendada

Tramo	Importe indicativo	Ticket	Destinatarios	Base de exención	Controles exigidos
Tramo ancla y cualificado	EUR 1,0M – 1,3M	EUR 250.000 – 1.000.000	Family offices, vehículos de inversión profesional, inversores institucionales y contrapartes elegibles	Inversores cualificados (art. 1.4 RF), con cobertura adicional por ticket $\geq$ EUR 100.000	Evidencia documental de la categorización MiFID; acreditación de los umbrales cuantitativos en profesionales a petición; carta de compromiso; KYC reforzado y origen de fondos
Private Wealth	EUR 0,4M – 0,6M	$\geq$ EUR 100.000	Personas físicas y sociedades patrimoniales de alto patrimonio no categorizadas como profesionales	Ticket mínimo de EUR 100.000 por inversor y oferta separada	Boletín de suscripción con importe mínimo inderogable; prohibición de prorrateo que sitúe al inversor por debajo del umbral; test de conveniencia; declaración de comprensión del riesgo de pérdida total
Select Affluent	EUR 0,2M – 0,5M	EUR 25.000 – 100.000	Inversores minoristas con perfil de alta tolerancia al riesgo y experiencia previa en activos privados	Menos de 150 personas por Estado miembro distintas de inversores cualificados	Contador nominativo en tiempo real con límite interno de 120; registro de destinatarios; test de conveniencia documentado; advertencia reforzada de iliquidez y de ausencia de mercado secundario
Tramo retail abierto (opcional)	Residual, a determinar	Desde EUR 10.000	Público minorista general	Requiere nueva base: cómputo <150 ya consumido o intervención del art. 36 LMVSI con publicidad	Intervención obligatoria de entidad autorizada; validación previa de todos los materiales; análisis de gobierno de producto reforzado; revisión del perímetro PRIIPs; evaluación de idoneidad si media asesoramiento

El tramo ancla y cualificado constituye el núcleo de la operación y debería cerrarse con carácter previo a la apertura de cualquier otro tramo. Su función no es únicamente la de aportar la mayor parte del importe, sino la de validar comercialmente la valoración y las hipótesis del plan de negocio ante inversores con capacidad de análisis propio. La presencia de un ancla identificable constituye,

además, un elemento de refuerzo del argumento de sustancia empresarial a efectos del análisis AIF/EICC que se desarrolla en el apartado 4.7 siguiente, en la medida en que suele ir acompañada de derechos de información y de participación en el gobierno corporativo propios de un inversor industrial o estratégico.

El tramo de private wealth presenta una relación coste-beneficio regulatoria especialmente favorable: el ticket mínimo de cien mil euros proporciona una base de exención autónoma, no consume el contador de ciento cincuenta destinatarios y filtra naturalmente a inversores con capacidad patrimonial para asumir una pérdida total de la inversión. Su principal riesgo operativo reside en la gestión del prorrateo en escenarios de sobresuscripción: toda reducción de adjudicación debe respetar el suelo de cien mil euros, lo que exige incorporar en el boletín de suscripción una cláusula que permita la exclusión íntegra del inversor antes que la reducción por debajo del umbral.

El tramo select affluent es el que requiere mayor disciplina de control, pues es el único cuya base de exención depende de un contador numérico susceptible de agotarse por conductas descuidadas —reenvíos no autorizados, presentaciones a grupos, difusión por redes— que no siempre quedan bajo el control directo del emisor. Recomendamos fijar un límite interno sustancialmente inferior al legal y someter este tramo a revisión semanal durante todo el período de colocación.

En cuanto al tramo retail abierto con ticket desde diez mil euros, debe advertirse con la máxima claridad que su incorporación no representa una ampliación marginal del perímetro, sino un salto cualitativo de complejidad regulatoria. Su apertura obliga a reconsiderar simultáneamente: la intervención preceptiva de entidad autorizada conforme al artículo 36 de la LMVSI; el régimen de publicidad de productos de inversión; la profundidad del análisis de gobierno de producto y de definición del mercado objetivo; la evaluación de conveniencia o, en su caso, de idoneidad; el tratamiento de las reclamaciones y del servicio de atención al cliente; y la exposición reputacional derivada de la colocación de un producto de growth y development equity, ilíquido y apalancado a nivel de proyecto, entre inversores minoristas sin experiencia previa en esta clase de activos.

Posición conservadora recomendada: cerrar entre el setenta y el ochenta por ciento del importe objetivo mediante los tramos ancla, cualificado y private wealth antes de adoptar decisión alguna sobre la apertura del tramo retail. Si dicho porcentaje se alcanza, recomendamos prescindir del tramo retail abierto y completar el importe restante mediante ampliación del tramo select affluent dentro del contador de ciento cincuenta. La ganancia marginal de importe que aporta el tramo retail rara vez compensa el incremento de carga regulatoria, de coste de intervención y de exposición reputacional que comporta.

3.5. El artículo 36 de la LMVSI y la intervención de entidad autorizada

El artículo 36 de la LMVSI introduce una exigencia que con frecuencia se pasa por alto en el diseño de colocaciones exentas y que resulta directamente relevante para la operación proyectada. Conforme a dicho precepto, las colocaciones de valores que, pese a estar exentas de la obligación de publicar folleto, se dirijan al público en general empleando cualquier forma de comunicación publicitaria, requieren la intervención de una entidad autorizada para la prestación de servicios de inversión. La lógica del precepto es clara: cuando la exención de folleto priva al inversor del documento informativo armonizado y de la revisión supervisora previa de su contenido, el legislador compensa dicha carencia mediante la interposición obligatoria de un profesional sujeto a normas de conducta, a supervisión y a régimen de responsabilidad.

El contenido de la intervención no se agota en una función meramente formal de canalización de órdenes. Comprende, de un lado, la validación de la información que se entrega a los inversores, lo que implica que la entidad autorizada debe revisar el memorándum de colocación, el material de

presentación y cualesquiera documentos de comercialización, verificando su coherencia interna, la razonabilidad de las hipótesis presentadas, la adecuada identificación de los riesgos y el carácter imparcial, claro y no engañoso de la información. Comprende, de otro lado, la supervisión general del proceso de comercialización, que abarca la verificación de que los destinatarios se corresponden con el mercado objetivo definido, de que los canales empleados son los autorizados, de que se practican los tests de conveniencia o idoneidad que procedan y de que la documentación de cada suscripción es completa.

La aplicabilidad del artículo 36 depende, en su literalidad, de que concurren dos elementos: que la oferta se dirija al público en general y que se emplee publicidad. En una colocación estrictamente privada, dirigida a destinatarios nominativamente identificados mediante canales individuales y sin difusión publicitaria alguna, cabe sostener que el precepto no resulta de aplicación. Ahora bien, la frontera entre la comunicación individualizada y la publicidad es considerablemente más difusa de lo que suele asumirse, especialmente cuando intervienen páginas web con secciones de inversores, presentaciones en eventos sectoriales, notas de prensa sobre la operación o perfiles corporativos en redes profesionales que mencionan la ronda de financiación.

A ello se añade que la CNMV conserva, con arreglo al régimen general de la LMVSI y del Reglamento de Folletos, facultades para requerir información adicional sobre una colocación, para exigir la inclusión de advertencias específicas, para suspender la comercialización y, en supuestos justificados atendiendo a la naturaleza o complejidad de la emisión, de los valores o del emisor, para exigir la publicación de un folleto aun cuando concorra formalmente una causa de exención. La probabilidad de que dichas facultades se activen aumenta cuando concurren factores de atención supervisora como los que presenta la operación: representación mediante TRD, narrativa de retornos elevados, apalancamiento significativo a nivel de proyecto, activos en fase de desarrollo y vocación de acceso a inversores no profesionales.

Posición conservadora recomendada: contratar una entidad autorizada para la prestación de servicios de inversión que intervenga en la colocación con independencia de que se concluya que el artículo 36 de la LMVSI no resulta formalmente aplicable, y documentar el perímetro de su intervención desde el inicio mediante un contrato de colocación que delimite con precisión: los materiales sometidos a validación y el procedimiento de aprobación de versiones; los tramos y canales cubiertos; las obligaciones de verificación de categorización, conveniencia e idoneidad; el régimen de responsabilidad y las exclusiones; y los supuestos de suspensión de la comercialización. El coste de esta intervención es, en una operación de este tamaño, sustancialmente inferior al coste esperado de una contingencia regulatoria.

3.6. Publicidad y materiales de comercialización

La publicidad de los valores objeto de la emisión queda sujeta al régimen general de publicidad de productos y servicios de inversión, que combina las previsiones del artículo 22 del Reglamento de Folletos —aplicable a los anuncios relativos a una oferta de valores, aun cuando ésta se encuentre exenta de folleto— con las normas de conducta de MiFID II y con la normativa española específica sobre publicidad de productos financieros. Los principios rectores son tres: reconocibilidad del carácter publicitario del mensaje; coherencia entre la publicidad y la información contenida en el documento informativo principal —en este caso, el memorándum de colocación—; y carácter imparcial, claro y no engañoso de toda la información facilitada.

El principio de coherencia exige que ninguna afirmación contenida en un material de comercialización carezca de respaldo en el memorándum de colocación, y que las advertencias de riesgo incorporadas a éste se reflejen de manera proporcionada en aquéllos. No resulta admisible que el teaser o la presentación comercial destaquen las tasas internas de retorno proyectadas y el múltiplo

sobre capital invertido mientras las advertencias sobre apalancamiento, riesgo de construcción, riesgo de ramp-up operativo, riesgo de tipo de cambio y posibilidad de pérdida total del capital quedan relegadas a un anexo del memorándum que el inversor puede no llegar a leer. La proporcionalidad entre la presentación del retorno esperado y la presentación del riesgo asumido constituye, en la práctica supervisora reciente, uno de los focos principales de revisión.

El principio de información no engañosa impone, además, obligaciones específicas en materia de proyecciones y de datos de rentabilidad. Toda cifra prospectiva debe identificarse inequívocamente como proyección, acompañarse de las hipótesis materiales en que se sustenta, indicar su fuente y su fecha, y advertir de que no constituye garantía ni compromiso de resultado. Las rentabilidades de otros vehículos o proyectos del sponsor, cuando se incluyan, deben presentarse de forma completa y no selectiva, indicando el período, la metodología de cálculo, si son brutas o netas de comisiones, y acompañarse de la advertencia de que los resultados pasados no son indicativos de resultados futuros.

Debe formularse una advertencia específica, y de carácter prioritario, sobre las cifras contenidas en el material preparado por el sponsor. Las tasas internas de retorno y múltiplos sobre capital invertido que allí figuran —42,2 por ciento de TIR y 3,1 veces para el proyecto de Madrid; 35,1 por ciento y 2,7 veces para el proyecto de Birmingham; 36,6 por ciento y 2,8 veces en términos agregados; y un objetivo de estrategia del sponsor de más del 20 por ciento de TIR y más de 2,5 veces de múltiplo— constituyen, sin excepción alguna, proyecciones elaboradas por el sponsor sobre la base de hipótesis de capex, calendario de construcción, ramp-up de ingresos, márgenes operativos, estructura de financiación y múltiplo de salida que pueden no materializarse. No representan en ningún caso un retorno ofrecido, comprometido, garantizado ni objetivado contractualmente frente al inversor, ni generan derecho alguno a su percepción.

En consecuencia, si dichas cifras se mantienen en los materiales de comercialización —decisión que recomendamos someter a ponderación específica, dada la magnitud de los retornos presentados y el perfil de los destinatarios de los tramos inferiores—, deben ir acompañadas, en el mismo campo visual y con tipografía no inferior a la del dato que acompañan, de una advertencia expresa de su naturaleza de proyección, de la identificación de la fuente y fecha del material del sponsor, de la indicación de que son cifras a nivel de proyecto y no de retorno al accionista de KELPA tras deuda, comisiones, costes de estructura y fiscalidad, y de la advertencia de posibilidad de pérdida total del capital invertido. Recomendamos asimismo incorporar un cuadro de conciliación que explice la cascada desde el retorno a nivel de proyecto hasta el retorno estimado a nivel de accionista.

Por último, se ha detectado en el material del sponsor la referencia a una fecha inexistente, «31/09/2025», junto con otras inconsistencias en las referencias temporales de los hitos de los proyectos. Se trata de un defecto que, siendo aparentemente menor, presenta una relevancia desproporcionada: compromete la credibilidad del conjunto del material ante un inversor diligente, dificulta la determinación de la fecha de referencia de las cifras financieras y, en un escenario de reclamación, constituye un indicio de falta de diligencia en la preparación de la información. Dicha referencia y el conjunto de las referencias temporales del material deben reconciliarse íntegramente con anterioridad a cualquier circulación.

Tabla 3.4. Controles sobre materiales de comercialización

Control	Contenido	Responsable / Evidencia
Coherencia con el memorándum	Ninguna afirmación sin respaldo documental en el memorándum de colocación; advertencias de riesgo proporcionadas	Asesor legal y entidad autorizada / Matriz de trazabilidad afirmación-fuente

Control	Contenido	Responsable / Evidencia
Imparcialidad y claridad	Prohibición de información no imparcial, poco clara o engañosa; equilibrio entre presentación del retorno y del riesgo	Entidad autorizada / Informe de validación previo a cada versión
Advertencias obligatorias	Carácter de proyección; pérdida total del capital; iliquidez y ausencia de mercado secundario; apalancamiento a nivel de proyecto; riesgo de divisa GBP/EUR; riesgo de construcción y de ramp-up	Asesor legal / Checklist de advertencias firmado por versión
Tratamiento de proyecciones	Identificación como proyección, hipótesis materiales, fuente y fecha; conciliación proyecto-accionista; prohibición de presentación selectiva	Emisor y sponsor / Anexo de hipótesis y cuadro de conciliación
Control de versiones	Numeración correlativa, fecha, aprobación documentada y retirada efectiva de versiones superadas	Emisor / Registro de versiones con fecha y aprobador
Registro de destinatarios	Identidad, fecha, canal, versión entregada y base de exención por destinatario	Emisor / Registro con actualización semanal
Reconciliación temporal	Corrección de la fecha inexistente «31/09/2025» y de las restantes inconsistencias de hitos	Sponsor / Material corregido y validado antes de circulación
Canales autorizados	Prohibición de difusión por canales abiertos, redes sociales, foros y subdistribución no autorizada	Emisor y distribuidores / Cláusula contractual y auditoría periódica

3.7. Checklist de documentación de la oferta

A efectos de ordenar la ejecución, se incorpora a continuación una relación de la documentación cuya preparación consideramos necesaria o altamente recomendable con anterioridad al inicio de la colocación. El estado de cada documento se indica mediante «[●]» cuando no se dispone de información suficiente, debiendo el emisor completar y mantener actualizada esta relación a lo largo del proceso.

Tabla 3.5. Checklist de documentación de la oferta

Documento	Función	Responsable	Estado
Memorándum de colocación (information memorandum)	Documento informativo principal; descripción del emisor, del grupo, de los proyectos, de la estructura, de los términos de la emisión y del factor de riesgo	Emisor con asesor legal	[●]
Sección de factores de riesgo	Identificación y graduación de los riesgos: construcción, ramp-up, apalancamiento, divisa, tecnología, concesión y arrendamiento, salida, iliquidez, dilución, TRD y custodia	Asesor legal	[●]
Teaser y presentación comercial	Material de primer contacto; sujeto a validación previa y a control de versiones	Emisor y sponsor	[●]

Documento	Función	Responsable	Estado
Boletín de suscripción	Instrumento de formalización de la suscripción; declaraciones del inversor, ticket mínimo, régimen de prorrateo y desembolso	Asesor legal	[●]
Declaraciones y manifestaciones del inversor	Acreditación de la base de exención, comprensión del riesgo de pérdida total, ausencia de asesoramiento y origen lícito de los fondos	Asesor legal	[●]
Registro de destinatarios y contador de la exención	Control en tiempo real del número de destinatarios no cualificados por Estado miembro y de la base de exención aplicada	Emisor	[●]
Política de comunicación de la oferta	Canales autorizados, prohibición de difusión abierta, procedimiento de aprobación de materiales	Emisor con asesor legal	[●]
Contrato de colocación con entidad autorizada	Perímetro de intervención, validación de información, supervisión del proceso y régimen de responsabilidad	Asesor legal	[●]
Análisis de gobierno de producto y mercado objetivo	Mercado objetivo positivo y negativo, estrategia de distribución y revisión periódica	Entidad autorizada	[●]
Cuestionarios de conveniencia e idoneidad	Evaluación MiFID según el servicio prestado y el tramo	Entidad autorizada	[●]
Manual y expedientes de PBC/FT	KYC, titularidad real, PEP, sanciones, origen de fondos y conservación documental	Emisor y entidad autorizada	[●]
Opinión de perímetro AIF/EICC	Gating item previo al lanzamiento; análisis de sustancia conforme a la Ley 22/2014 y a la doctrina ESMA	Asesor legal externo	[●]
Análisis de perímetro PRIIPs	Determinación de la necesidad de documento de datos fundamentales	Asesor legal	[●]
Documento de emisión de valores representados mediante TRD	Contenido legalmente exigido: identificación de los valores, del sistema, de la ERIR y reglas de funcionamiento y gobernanza; depósito ante la ERIR	Emisor con asesor legal y ERIR	[●]
Contrato con la ERIR	Prestación del servicio de inscripción y registro; niveles de servicio, contingencia y responsabilidad	Asesor legal	[●]
Nota fiscal para el inversor	Tratamiento orientativo en ITP/AJD, IRPF e IS; advertencia de necesaria validación individual	Asesor fiscal	[●]
Reconciliación del material del sponsor	Corrección de la fecha «31/09/2025» y de las inconsistencias temporales; anexo de hipótesis de las proyecciones	Sponsor	[●]

Documento	Función	Responsable	Estado
Expediente de cierre de la oferta	Compilación ordenada de toda la documentación para eventual revisión supervisora o due diligence posterior	Emisor	[●]

Posición conservadora recomendada: no iniciar la colocación hasta disponer, como mínimo, de la versión definitiva del memorándum de colocación con su sección de factores de riesgo, del boletín de suscripción, de la política de comunicación de la oferta, del registro de destinatarios operativo, de la opinión de perímetro AIF/EICC y del contrato con la entidad autorizada. El resto de la documentación puede completarse en paralelo, pero los elementos enumerados constituyen condiciones de lanzamiento y no deberían ser objeto de dispensa por razones de calendario comercial.

4. Estructura societaria del emisor y ejecución corporativa

4.1. Punto de partida: KELPA, S.L. y la inidoneidad de la sociedad de responsabilidad limitada

El emisor es en la actualidad KELPA, S.L., sociedad de responsabilidad limitada constituida conforme al Derecho español. Esta circunstancia, aparentemente formal, constituye en realidad el primer obstáculo estructural de la operación y condiciona íntegramente el calendario de ejecución, por cuanto la forma social actual resulta jurídicamente incompatible con la emisión proyectada.

El Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio («LSC»), establece con claridad que las participaciones sociales de las sociedades de responsabilidad limitada no tendrán el carácter de valores, no podrán estar representadas por medio de títulos o de anotaciones en cuenta, ni denominarse acciones, y que no podrá acordarse ni realizarse oferta pública alguna de las mismas. Se trata de una prohibición estructural que responde al diseño mismo del tipo social: la sociedad limitada es una sociedad cerrada, de base personalista, con régimen legal de transmisión restringida y sin vocación de acceso al mercado de capitales. La prohibición no admite dispensa estatutaria ni puede eludirse mediante construcciones contractuales que atribuyan a las participaciones una circulación asimilable a la de los valores negociables.

La consecuencia inmediata y directa es que las participaciones de KELPA, S.L. no pueden representarse mediante anotaciones en cuenta ni mediante sistemas basados en tecnología de registros distribuidos a los efectos de la normativa del mercado de valores. El régimen de representación de valores negociables mediante sistemas basados en TRD que reconocen la LMVSI y el Real Decreto 814/2023, de 8 de noviembre, se predica exclusivamente de los valores negociables, categoría de la que las participaciones sociales quedan legalmente excluidas. Cualquier intento de «tokenizar» participaciones de una sociedad limitada produciría, en el mejor de los casos, un registro privado de titularidades sin eficacia legitimadora ni traditoria en el sentido de la normativa del mercado de valores y, en el peor, una operación en fraude de la prohibición legal, con riesgo de nulidad y de responsabilidad de los administradores.

Conviene descartar expresamente algunas alternativas que se plantean con frecuencia en la práctica. No resulta viable la emisión de instrumentos representativos de un derecho económico sobre las participaciones —participation notes, tracking instruments o figuras análogas— que se tokenizarían en lugar de las participaciones: dichos instrumentos constituirían, muy probablemente, valores negociables autónomos cuya emisión por una sociedad limitada plantea problemas propios, y en todo

caso introducirían una interposición que agravaría sustancialmente el riesgo de calificación como producto de inversión empaquetado a efectos del Reglamento (UE) 1286/2014 y como vehículo de inversión colectiva a efectos de la Ley 22/2014. Tampoco resulta viable la articulación mediante un mero pacto parasocial con registro distribuido de posiciones, por carecer de eficacia frente a la sociedad y frente a terceros.

Por consiguiente, la transformación de KELPA, S.L. en sociedad anónima constituye la vía societaria natural y, en rigor, la única practicable para alcanzar el objetivo de la operación. Dicha transformación no es un trámite accesorio que pueda abordarse en paralelo a la colocación: es una condición de posibilidad de la emisión y debe completarse e inscribirse en el Registro Mercantil con carácter previo al acuerdo de aumento de capital que se suscribirá mediante acciones representadas por TRD. Debe advertirse asimismo que la transformación, por sí sola, no constituye un puerto seguro frente al riesgo de recalificación del emisor como vehículo de inversión colectiva, cuestión que se analiza en los apartados 4.6 y 4.7 siguientes.

4.2. La transformación de KELPA, S.L. en sociedad anónima

El régimen de la transformación se contiene en la actualidad en el Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, que incorpora al ordenamiento español las directivas europeas en materia de modificaciones estructurales y sustituye al régimen previamente contenido en la Ley 3/2009. La transformación se define como el cambio de tipo social conservando la sociedad su personalidad jurídica, sin solución de continuidad en las relaciones jurídicas de las que sea parte y sin que se produzca disolución ni liquidación. Esta continuidad de la personalidad jurídica es de la máxima relevancia práctica: los contratos de arrendamiento, las participaciones en filiales, las financiaciones y las licencias permanecen en cabeza de la misma entidad, sin perjuicio de las obligaciones de notificación y de los eventuales supuestos de cambio de control o de modificación estructural que puedan activarse contractualmente.

El procedimiento comprende, en síntesis, los siguientes elementos. En primer lugar, la elaboración por el órgano de administración de un informe en el que se expliquen y justifiquen los aspectos jurídicos y económicos de la transformación y sus consecuencias para los socios, así como, en su caso, para los acreedores y los trabajadores. Este informe adquiere particular importancia en el supuesto que nos ocupa, por cuanto debe explicitar la finalidad de la transformación —habilitar la emisión de acciones representadas mediante sistemas basados en TRD— y las consecuencias que de ella se derivan para los socios actuales, singularmente la pérdida del régimen legal de restricción a la transmisión propio de la sociedad limitada y la futura dilución asociada al aumento de capital proyectado.

En segundo lugar, debe formularse un balance de transformación cerrado con una antigüedad no superior a seis meses respecto de la fecha prevista para la celebración de la junta general, verificado en los términos legalmente exigibles cuando la sociedad esté obligada a auditar sus cuentas. En tercer lugar, y por tratarse de transformación en sociedad anónima, resulta preceptivo el informe de uno o varios expertos independientes designados por el Registrador Mercantil sobre el patrimonio social no dinerario, cuya función es verificar que el patrimonio neto cubre la cifra de capital social resultante de la transformación. Este informe constituye, habitualmente, el elemento determinante del calendario, pues su emisión depende de la designación registral del experto y de la disponibilidad de la información contable y de valoración necesaria.

En cuarto lugar, el acuerdo de transformación debe adoptarse por la junta general de socios con los requisitos y formalidades establecidos para la modificación de estatutos en la sociedad limitada, lo que exige mayoría reforzada conforme al artículo 199 de la LSC y a lo que dispongan los estatutos

sociales de KELPA, S.L., que deberán verificarse. El acuerdo debe comprender la aprobación del balance de transformación, la aprobación de los estatutos de la sociedad anónima resultante y las menciones exigidas legalmente sobre el capital social y su distribución entre los socios.

En quinto lugar, procede analizar el derecho de separación de los socios que no hubieran votado a favor del acuerdo. En la transformación de sociedad limitada en anónima, el régimen aplicable debe verificarse a la luz del Real Decreto-ley 5/2023 y de las particularidades del caso, atendiendo singularmente a si la transformación comporta la asunción de responsabilidad personal por las deudas sociales —supuesto que no concurre— y a las modificaciones que el cambio de tipo produce en el régimen de transmisión de las participaciones o acciones. Dada la relevancia práctica de esta cuestión para la planificación financiera de la operación —el ejercicio del derecho de separación obligaría a la sociedad a reembolsar el valor razonable de las participaciones del socio separado, con el consiguiente impacto en tesorería—, recomendamos un análisis específico del cap table y, en la medida de lo posible, la obtención de compromisos de voto favorable o de renuncia al derecho de separación por parte de los socios minoritarios con anterioridad a la convocatoria de la junta.

En sexto lugar, el acuerdo debe elevarse a escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil, siendo la inscripción constitutiva a efectos del cambio de tipo. La escritura debe incorporar el balance de transformación, el informe del experto independiente, la relación de socios y la participación que a cada uno corresponda en el capital de la sociedad anónima, y los estatutos sociales de la sociedad resultante.

En séptimo lugar, debe atenderse a los requisitos de capital propios de la sociedad anónima: cifra mínima de capital social de sesenta mil euros, íntegramente suscrito y desembolsado al menos en una cuarta parte del valor nominal de cada acción. Debe verificarse que el capital actual de KELPA, S.L. y su patrimonio neto permiten alcanzar dicha cifra sin necesidad de aportaciones adicionales; en caso contrario, deberá preverse un aumento de capital previo o simultáneo a la transformación, con el consiguiente impacto en el calendario.

Por último, procede revisar los efectos de la transformación sobre los contratos y financiaciones vigentes del grupo. Aunque la continuidad de la personalidad jurídica evita la novación automática, es frecuente que los contratos de financiación bancaria, los acuerdos de accionistas de las filiales, los contratos de concesión y arrendamiento y los contratos con socios industriales incorporen cláusulas de notificación previa, de consentimiento o de vencimiento anticipado ante modificaciones estructurales o cambios en la forma social del prestatario o del socio. Dado el apalancamiento a nivel de proyecto —aproximadamente un setenta y cinco por ciento de loan to cost en Madrid, incluyendo financiación bancaria y préstamo participativo, y aproximadamente un setenta por ciento en Birmingham—, esta revisión debe considerarse prioritaria y abordarse con antelación suficiente para gestionar la obtención de los consentimientos que resulten necesarios.

Tabla 4.1. Hitos de la transformación de KELPA, S.L. en sociedad anónima

Hito	Acto	Órgano / sujeto	Plazo indicativo	Fecha
H-1	Revisión de estatutos vigentes, cap table y pacto de socios; análisis del derecho de separación	Asesor legal	Semanas 1-2	[●]
H-2	Revisión de contratos de financiación y de filiales; identificación de consentimientos necesarios	Asesor legal y emisor	Semanas 1-3	[●]

Hito	Acto	Órgano / sujeto	Plazo indicativo	Fecha
H-3	Formulación del balance de transformación	Órgano de administración	Semana 3	[●]
H-4	Solicitud de designación de experto independiente	Órgano de administración ante el Registro Mercantil	Semana 3	[●]
H-5	Informe del órgano de administración sobre la transformación	Órgano de administración	Semana 4	[●]
H-6	Emisión del informe de experto independiente sobre el patrimonio social	Experto designado	Semanas 5-8	[●]
H-7	Obtención de consentimientos contractuales y waivers	Emisor	Semanas 4-8	[●]
H-8	Convocatoria de la junta general con puesta a disposición de la documentación	Órgano de administración	Semana 8	[●]
H-9	Celebración de la junta y adopción del acuerdo de transformación y de los nuevos estatutos	Junta general de socios	Semana 9-10	[●]
H-10	Transcurso del plazo de ejercicio del derecho de separación, en su caso	Socios disidentes	Según régimen aplicable	[●]
H-11	Otorgamiento de la escritura pública de transformación	Órgano de administración ante notario	Semana 11	[●]
H-12	Inscripción en el Registro Mercantil (eficacia constitutiva)	Registro Mercantil	Semanas 12-14	[●]
H-13	Publicidad registral y actualización de datos en terceros y registros administrativos	Emisor	Semana 14	[●]

Los plazos indicados son meramente indicativos y se han calculado sobre la base de una tramitación ordinaria sin incidencias. Los dos elementos con mayor capacidad de desviación son la emisión del informe del experto independiente y la obtención de los consentimientos contractuales de las entidades financiadoras y de los socios industriales de las filiales. Recomendamos no comprometer con los inversores fecha alguna de cierre de la emisión hasta tener confirmados ambos elementos.

4.3. El aumento de capital y el derecho de suscripción preferente

Una vez inscrita la transformación, la emisión se instrumentará mediante un aumento de capital con cargo a aportaciones dinerarias por importe total de dos millones de euros entre valor nominal y prima de emisión. Se trata de una operación de mercado primario, no de una compraventa secundaria de acciones existentes, lo que resulta relevante tanto a efectos del destino de los fondos —que ingresan en el patrimonio del emisor y no en el de los socios actuales— como a efectos del análisis fiscal y de la narrativa comercial de la operación.

La competencia para acordar el aumento de capital corresponde a la junta general de accionistas, con los requisitos de quórum y mayoría establecidos para la modificación de estatutos en los artículos 194 y 201 de la LSC. Alternativamente, la junta puede delegar en el órgano de administración la facultad de acordar el aumento conforme al artículo 297 de la LSC, lo que aporta flexibilidad para ajustar el importe definitivo y el calendario a la evolución del libro de órdenes, si bien exige cumplir los límites legales de cuantía y plazo y, cuando se pretenda delegar también la exclusión del derecho de suscripción preferente, los requisitos adicionales del artículo 506 de la LSC en lo que resulten aplicables. Recomendamos valorar la delegación, pues la rigidez de un acuerdo de junta con importe cerrado es difícilmente compatible con un proceso de colocación por tramos de duración incierta.

El acuerdo debe determinar el valor nominal de las nuevas acciones y la prima de emisión. La distribución entre nominal y prima es una decisión con consecuencias societarias y fiscales relevantes: el nominal determina el porcentaje de derechos políticos atribuido a los nuevos accionistas, mientras que la prima integra fondos propios como reserva disponible con régimen de distribución específico. Debe asimismo preverse expresamente la posibilidad de suscripción incompleta conforme al artículo 311 de la LSC, pues en ausencia de dicha previsión el aumento quedaría sin efecto si no se suscribiera íntegramente, resultado inaceptable en una colocación por tramos. Recomendamos igualmente fijar un importe mínimo de suscripción por debajo del cual el emisor pueda desistir de la operación.

El desembolso deberá efectuarse mediante aportaciones dinerarias, acreditándose ante el notario autorizante mediante certificación del depósito de las cantidades en entidad de crédito a nombre de la sociedad, con antigüedad no superior a dos meses. En aumentos con prima, el desembolso de ésta debe ser íntegro. Debe anticiparse la coordinación operativa entre la recepción de fondos en la cuenta de suscripción, la verificación de los controles de prevención del blanqueo de capitales sobre el origen de los fondos y la emisión de la certificación bancaria, por cuanto una incidencia en el bloqueo de un ingreso puede retrasar el otorgamiento de la escritura.

El elemento jurídicamente más delicado de esta fase es el tratamiento del derecho de suscripción preferente. Conforme al artículo 304 de la LSC, en los aumentos de capital social con emisión de nuevas acciones con cargo a aportaciones dinerarias, los antiguos accionistas podrán ejercitar el derecho a suscribir un número de acciones proporcional al valor nominal de las que posean. Dicho derecho constituye el principal mecanismo de protección del accionista frente a la dilución, tanto política como económica, y su supresión está sometida a requisitos estrictos.

La exclusión del derecho de suscripción preferente se rige por el artículo 308 de la LSC y exige la concurrencia acumulativa de los siguientes requisitos. Primero, que en la convocatoria de la junta se hayan hecho constar la propuesta de supresión, el tipo de emisión de las nuevas acciones y el derecho de los accionistas a examinar en el domicilio social la documentación correspondiente. Segundo, que el órgano de administración elabore un informe en el que se justifique detalladamente la propuesta y el tipo de emisión propuesto, con indicación de las personas a las que hayan de atribuirse las nuevas acciones. Tercero, que, en las sociedades cuyas acciones no coticen, se aporte informe de un auditor de cuentas distinto del auditor de la sociedad, designado a tal efecto por el Registro Mercantil, sobre el valor razonable de las acciones de la sociedad, sobre el valor teórico de los derechos de suscripción preferente cuyo ejercicio se propone suprimir y sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores. Y cuarto, que el valor nominal de las nuevas acciones más, en su caso, el importe de la prima se corresponda con el valor razonable que resulte de dicho informe.

Este último requisito —la correspondencia entre el valor atribuido a las acciones en la emisión y el valor razonable determinado por el auditor— constituye el principal punto de fricción práctico en operaciones de growth equity, en las que la valoración se negocia con los inversores sobre la base de hipótesis prospectivas que pueden diferir significativamente de las metodologías de valoración que

aplique el auditor designado registralmente. Una discrepancia material entre ambos valores puede obligar a reajustar el precio de emisión, con el consiguiente impacto en el porcentaje de dilución y en la negociación con los inversores ya comprometidos. Recomendamos anticipar este riesgo mediante un contacto temprano con el auditor y mediante la preparación de un expediente de soporte de la valoración suficientemente robusto.

Existe una alternativa que, cuando el cap table lo permite, resulta sustancialmente más eficiente: la renuncia individual de cada uno de los accionistas al ejercicio de su derecho de suscripción preferente en la concreta operación. La renuncia individual, otorgada de forma expresa, informada e inequívoca por todos los accionistas con anterioridad o simultáneamente al acuerdo de aumento, permite prescindir del procedimiento de exclusión del artículo 308 de la LSC y, con ello, del informe del auditor designado registralmente y de la exigencia de correspondencia con el valor razonable. Esta vía exige, no obstante, que la renuncia sea verdaderamente universal: la negativa o la simple pasividad de un solo accionista obliga a reconducir la operación al procedimiento de exclusión o a respetar el derecho preferente de dicho accionista.

Tabla 4.2. Alternativas de tratamiento del derecho de suscripción preferente

Vía	Requisitos	Ventajas	Riesgos y limitaciones
Respeto del derecho preferente	Publicación o comunicación del acuerdo y plazo de ejercicio no inferior al legalmente previsto; adjudicación de sobrantes	Máxima seguridad jurídica; sin informe de auditor; sin riesgo de impugnación por dilución	Alarga el calendario; introduce incertidumbre sobre el importe disponible para terceros; dificulta la colocación por tramos
Exclusión conforme al art. 308 LSC	Mención en la convocatoria; informe del órgano de administración; informe de auditor designado por el Registro Mercantil sobre valor razonable; correspondencia del tipo de emisión con dicho valor	Permite asignar íntegramente la emisión a los nuevos inversores; compatible con colocación por tramos	Riesgo de discrepancia entre la valoración negociada y el valor razonable del auditor; coste y plazo del informe; riesgo de impugnación del acuerdo
Renuncia individual universal	Renuncia expresa, informada e inequívoca de todos los accionistas, otorgada antes o simultáneamente al acuerdo	Elimina el informe de auditor y la exigencia de correspondencia con el valor razonable; calendario más breve y mayor flexibilidad de precio	Exige unanimidad efectiva; la falta de renuncia de un solo accionista frustra la vía; conveniencia de documentar el carácter informado de la renuncia
Combinación	Renuncia de la mayoría y respeto del derecho de los no renunciantes sobre su cuota	Reduce el perímetro de conflicto	Complejidad operativa en la adjudicación; posible residuo de dilución no deseada

Cualquiera que sea la vía elegida, la operación debe coordinarse cuidadosamente con los derechos de los accionistas existentes y con el pacto de socios vigente. Resulta habitual que estos instrumentos contengan derechos de antidilución, de tanteo o de adquisición preferente, umbrales de consentimiento para la emisión de nuevas acciones o para la admisión de nuevos socios, cláusulas de valoración mínima, derechos de arrastre y acompañamiento, y compromisos sobre la composición del órgano de administración. La emisión proyectada activará previsiblemente varias de estas cláusulas, por lo que la revisión del pacto de socios y la negociación de su novación deben abordarse en paralelo —y no con posterioridad— al diseño del aumento de capital.

La ejecución del aumento culmina con el otorgamiento de la escritura pública de ejecución, que deberá expresar los bienes o derechos aportados —en este caso, el importe dinerario desembolsado—, el número de acciones suscritas, su valor nominal y la prima satisfecha, la identidad de los suscriptores y la nueva redacción del artículo estatutario relativo al capital social. La escritura se inscribirá en el Registro Mercantil, siendo dicha inscripción el presupuesto para la plena eficacia frente a terceros del aumento. La emisión de las acciones en el sistema basado en TRD y la primera inscripción de los titulares en dicho sistema deben coordinarse con la inscripción registral conforme a lo previsto en el documento de emisión y en el contrato con la ERIR.

4.4. Modificación estatutaria para la representación mediante sistemas basados en TRD

La LSC permite que los estatutos de la sociedad anónima prevean la representación de las acciones mediante sistemas basados en tecnología de registros distribuidos, en los términos de la normativa del mercado de valores. La forma de representación de las acciones es una mención estatutaria necesaria, de modo que la adopción del sistema TRD exige una modificación estatutaria específica que debe adoptarse con los requisitos de los artículos 285 y siguientes de la LSC y que, por razones de eficiencia, recomendamos integrar en los estatutos de la sociedad anónima resultante de la transformación, evitando así una modificación estatutaria adicional.

La cláusula estatutaria debe presentar un equilibrio delicado: ha de ser suficientemente precisa para satisfacer el requisito de determinación de la forma de representación y para dotar de seguridad jurídica al régimen de titularidad y transmisión, y suficientemente flexible para no obligar a una modificación estatutaria cada vez que se produzca un cambio de proveedor tecnológico, una actualización de las reglas de funcionamiento del sistema o una eventual sustitución de la ERIR. Recomendamos, en consecuencia, que la cláusula identifique el sistema y la entidad responsable por referencia al documento de emisión, antes que mediante una designación nominativa rígida en el propio texto estatutario.

El contenido mínimo recomendado de la cláusula estatutaria comprende los siguientes extremos.

- Forma de representación: declaración de que la totalidad de las acciones —o, en su caso, las de una clase determinada— están representadas mediante un sistema basado en tecnología de registros distribuidos, en los términos de la LMVSI y de su normativa de desarrollo, con indicación de que dicha forma de representación es única y excluyente respecto de las acciones afectadas.
- Identificación del sistema y de la ERIR: remisión al documento de emisión para la identificación del sistema basado en TRD empleado y de la entidad responsable de la inscripción y registro, con previsión expresa de que la sustitución de una u otra podrá acordarse por el órgano de administración sin necesidad de modificación estatutaria, siempre que se otorgue y deposite el correspondiente documento de emisión modificado.
- Acreditación de la titularidad y legitimación: régimen conforme al cual la condición de accionista se acredita mediante la inscripción en el sistema basado en TRD y mediante los certificados de legitimación que expida la ERIR; determinación de los efectos legitimadores de dichos certificados frente a la sociedad para el ejercicio de los derechos sociales, con indicación de que no son transmisibles y de que su expedición no faculta para disponer de las acciones.

- Régimen de transmisión: previsión de que la transmisión de las acciones se perfecciona mediante la inscripción de la transmisión en el sistema basado en TRD, con los efectos de la tradición, y de que la inscripción en favor del adquirente produce los efectos legitimadores legalmente previstos; articulación de las eventuales restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad —derechos de adquisición preferente, cláusulas de consentimiento, lock-up— y de su verificación por la ERIR con carácter previo a la inscripción.
- Derechos reales limitados y gravámenes: régimen de constitución de usufructo, prenda y embargo mediante inscripción en el sistema, y efectos de dicha inscripción.
- Sustitución del sistema de representación y conversión: previsión expresa de la facultad de la sociedad de acordar la sustitución del sistema basado en TRD por otro, así como la conversión de la forma de representación a anotaciones en cuenta o a títulos, con determinación del órgano competente, del procedimiento de comunicación a los accionistas, del plazo de transición y del régimen aplicable durante éste. Esta previsión constituye, a nuestro juicio, el elemento más importante de toda la cláusula desde la perspectiva de la gestión del riesgo, pues es el que permite dar continuidad a la vida societaria ante un escenario de cese de actividad de la ERIR, de obsolescencia o fallo del sistema, o de cambio normativo que afecte a la viabilidad de la representación mediante TRD.
- Libro registro de acciones nominativas: articulación de la relación entre el registro del sistema basado en TRD y las obligaciones societarias de llevanza del libro registro de acciones nominativas, determinando que aquél cumple la función de éste respecto de las acciones representadas mediante TRD, o estableciendo, en su caso, el procedimiento de volcado periódico y de reconciliación entre ambos registros.
- Comunicaciones con los accionistas: determinación de que las comunicaciones de la sociedad a los accionistas podrán practicarse mediante los canales habilitados por la ERIR y en la dirección que conste en el sistema, con obligación del accionista de mantener actualizados sus datos.

Posición conservadora recomendada: la cláusula estatutaria debe incorporar necesariamente la previsión de sustitución del sistema y de conversión a otra forma de representación, y el documento de emisión y el contrato con la ERIR deben desarrollar el correspondiente plan de contingencia con detalle operativo —incluyendo la obligación de la ERIR de entregar el registro completo de titularidades en formato interoperable y legible, los plazos de preaviso y el régimen aplicable durante la transición—. La ausencia de esta previsión situaría a la sociedad en una posición de dependencia crítica respecto de un único proveedor, con riesgo de bloqueo del ejercicio de los derechos sociales y de la transmisibilidad de las acciones.

Debe asimismo verificarse la coherencia de la cláusula estatutaria con el contenido del documento de emisión. La LMVSI y el Real Decreto 814/2023 exigen que la emisión de valores representados mediante sistemas basados en TRD se documente en un documento de emisión que identifique los valores, el sistema empleado, la ERIR y las reglas de funcionamiento y gobernanza del sistema, y que dicho documento se deposite ante la ERIR. Cualquier discrepancia entre los estatutos y el documento de emisión —en la identificación del sistema, en el régimen de transmisión o en las restricciones a la transmisibilidad— generaría inseguridad jurídica sobre la validez de las inscripciones practicadas, por lo que recomendamos que ambos documentos se redacten de forma coordinada y se sometan a una revisión de consistencia cruzada antes de su otorgamiento y depósito.

4.5. ¿Clase única o Clase A / Clase B?

Una de las decisiones estructurales de mayor calado consiste en determinar si las nuevas acciones representadas mediante TRD deben configurarse como acciones de la misma y única clase que las existentes o, por el contrario, como una clase separada —habitualmente denominada «Clase B»— con régimen diferenciado. La cuestión no es meramente formal: condiciona el régimen de adopción de acuerdos, la arquitectura de derechos económicos y políticos, el perímetro regulatorio del producto y, en última instancia, la propia narrativa comercial de la emisión.

La creación de una clase separada es jurídicamente viable. El artículo 94 de la LSC permite que las acciones atribuyan derechos diferentes, constituyendo una misma clase aquellas que tengan el mismo contenido de derechos, y admite que dentro de cada clase puedan constituirse series. Nada impide, por tanto, configurar una Clase B integrada exclusivamente por las acciones representadas mediante sistemas basados en TRD, manteniendo las acciones preexistentes en una Clase A representada mediante títulos o anotaciones en cuenta. En rigor, la diferencia en la forma de representación no constituye por sí sola una diferencia en el contenido de derechos y podría articularse mediante series dentro de una misma clase; no obstante, la práctica registral y la claridad operativa aconsejan, cuando coexisten formas de representación distintas, delimitar con precisión el perímetro de cada conjunto de acciones.

Las ventajas de la segregación en una clase o serie diferenciada son apreciables. En primer lugar, proporciona separación registral nítida: el perímetro de acciones sujeto al sistema basado en TRD y a la competencia de la ERIR queda inequívocamente determinado, lo que simplifica la redacción del documento de emisión, el contrato con la ERIR y los procedimientos de conciliación. En segundo lugar, permite una administración diferenciada: las acciones de la clase representada mediante TRD pueden someterse a un régimen propio de comunicaciones, de ejercicio de derechos y de acreditación de titularidad, adaptado a las capacidades del sistema, sin interferir con el régimen aplicable al núcleo accionarial fundador. En tercer lugar, facilita la atribución de derechos de información específicos a los nuevos inversores —reporting periódico, acceso a información de proyectos, informes de valoración— sin necesidad de extenderlos a la totalidad del accionariado ni de recurrir exclusivamente a mecanismos parasociales.

Ahora bien, estas ventajas deben ponderarse frente a riesgos de considerable entidad. El primero y más relevante es el riesgo de deslizamiento hacia la creación de un waterfall económico artificial. La tentación, en operaciones promovidas por sponsors procedentes del ámbito del capital riesgo, consiste en replicar en la Clase B la estructura de distribución propia de un fondo: preferencia en la devolución del capital aportado, rentabilidad preferente o hurdle —en el caso que nos ocupa se menciona un hurdle del ocho por ciento—, catch-up a favor del promotor y reparto del excedente conforme a un carried interest o performance fee. Esta arquitectura, perfectamente legítima en un vehículo de inversión colectiva, resulta problemática cuando se traslada a una sociedad anónima que pretende presentarse como sociedad operativa.

El segundo riesgo es el de los límites que la LSC impone a los privilegios. El artículo 96 de la LSC establece que no es válida la creación de acciones con derecho a percibir un interés, cualquiera que sea la forma de su determinación, prohibición que alcanza a cualquier configuración que atribuya al accionista una retribución desvinculada de la existencia de beneficios distribuibles. Una cláusula de rentabilidad preferente acumulativa de carácter incondicionado podría incurrir en dicha prohibición. El mismo precepto impone límites a las acciones con derecho a dividendo preferente y sujeta a requisitos específicos la alteración de la proporcionalidad entre valor nominal y derecho de voto. A ello se añade el principio de paridad de trato de los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas, consagrado en el artículo 97 de la LSC, y la prohibición de pactos leoninos del artículo 1691 del Código Civil en lo que resulte de aplicación.

El tercer riesgo, y a nuestro juicio el más grave desde la perspectiva regulatoria, es el de recalificación del producto. Una Clase B dotada de un payoff estructurado —prioridad de devolución, hurdle, catch-up, participación variable en el excedente— deja de ser una acción ordinaria para aproximarse funcionalmente a un producto de inversión empaquetado. Ello activaría el análisis de aplicabilidad del Reglamento (UE) 1286/2014, con la consiguiente obligación de elaborar un documento de datos fundamentales conforme a una metodología de cálculo de indicadores de riesgo, escenarios de rentabilidad y costes que resulta de aplicación extraordinariamente compleja a un activo privado en fase de desarrollo. Reforzaría asimismo, de manera muy significativa, el riesgo de calificación del emisor como fondo de inversión alternativa o como entidad de capital riesgo, por cuanto la existencia de una cascada de distribuciones con hurdle y carried interest constituye uno de los indicios de mayor peso en el análisis de sustancia que practican tanto ESMA como las autoridades nacionales competentes.

Debe tenerse presente, por último, el impacto procedimental de la creación de clases. Conforme al artículo 293 de la LSC, cuando la modificación de estatutos lesione directa o indirectamente los derechos de una clase de acciones, será preciso que haya sido acordada por la mayoría de las acciones pertenecientes a la clase afectada, mediante votación separada en la junta general o en junta especial. En una sociedad con dos clases, un número considerable de acuerdos futuros —aumentos de capital, modificaciones del régimen de transmisión, alteraciones del régimen de dividendos, operaciones de reestructuración, salida a cotización— requerirán votación separada, lo que introduce un factor de rigidez y de riesgo de bloqueo que puede resultar especialmente gravoso en un emisor que prevé sucesivas rondas de financiación para el desarrollo de sus proyectos.

Tabla 4.3. Clase única frente a estructura de Clase A / Clase B

Criterio	Clase única (pari passu)	Clase A / Clase B
Viabilidad jurídica	Plena; régimen ordinario de la LSC	Viable conforme al art. 94 LSC, con sujeción a los límites de los arts. 96 y 97
Separación registral del perímetro TRD	Requiere delimitación por series o por referencia al documento de emisión	Nítida; el perímetro de la ERIR coincide con la clase
Administración y comunicaciones	Régimen uniforme para todo el accionariado	Permite régimen diferenciado adaptado al sistema TRD
Derechos de información específicos	Articulables mediante pacto de socios y política de reporting	Articulables estatutariamente con mayor robustez
Riesgo de waterfall artificial	Muy bajo; no existe cascada que configurar	Alto; la clase separada invita a replicar la estructura de un fondo
Límites de la LSC a los privilegios	No se activan	Prohibición de acciones con derecho a interés; dividendo preferente sujeto a régimen; proporcionalidad y paridad de trato
Riesgo PRIIPs	Bajo en acciones ordinarias pari passu	Significativo si se incorpora payoff estructurado
Riesgo AIF / EICC	Reducido, aunque no eliminado	Notablemente agravado por hurdle, catch-up y performance fee
Votaciones separadas (art. 293 LSC)	No procede	Exigibles cuando el acuerdo afecte directa o indirectamente a la clase; riesgo de bloqueo en futuras rondas

Criterio	Clase única (pari passu)	Clase A / Clase B
Flexibilidad para futuras rondas	Alta	Reducida por la necesidad de consentimiento de clase
Coste y complejidad documental	Menor	Mayor: estatutos, pacto de socios y documento de emisión más extensos
Claridad comercial	Mensaje simple: mismo riesgo y mismo retorno que el fundador	Mensaje más sofisticado, pero expuesto a ser leído como producto financiero
Alineación con el precedente de referencia	Coincide con la estructura de clase única empleada en la emisión de referencia	Se aparta de ella
Recomendación	Recomendada	No recomendada en la configuración actual de la operación

Posición conservadora recomendada: configurar las nuevas acciones en régimen pari passu económico con las acciones preexistentes, sin preferencia de liquidación, sin rentabilidad preferente o hurdle, sin catch-up y sin participación variable del promotor en el excedente a nivel del emisor. Si por razones operativas se considera necesaria la identificación separada del perímetro de acciones representadas mediante TRD, recomendamos articularla mediante una serie dentro de una misma clase, o mediante una clase cuyo único elemento diferencial sea la forma de representación y el régimen de comunicaciones, manteniendo estricta identidad de derechos económicos y políticos. Cualquier mecanismo de incentivo del promotor debería situarse, en su caso, a nivel de los contratos de gestión de las filiales o del plan de retribución del equipo directivo, y no en la estructura de capital del emisor.

4.6. KELPA, S.A. como emisor directo frente a la interposición de un SPV tenedor

Se ha planteado como alternativa estructural la constitución de una sociedad anónima de nueva creación que actuaría como vehículo de propósito especial tenedor de una participación en KELPA, y que sería la emisora de las acciones tokenizadas. Bajo este esquema, los inversores suscribirían acciones del SPV, y éste a su vez participaría en el capital de KELPA. El análisis comparativo de ambas alternativas arroja, a nuestro juicio, una conclusión clara en favor de la emisión directa por KELPA, S.A.

Tabla 4.4. Comparación entre emisión directa por KELPA, S.A. y emisión por SPV tenedor

Criterio	KELPA, S.A. (emisión directa)	SPV, S.A. tenedora
Instrumento TRD	Acciones del propio emisor operativo, representadas mediante sistema basado en TRD; documento de emisión único y ERIR única	Acciones del SPV; el instrumento tokenizado se distancia del activo subyacente y exige explicar una doble capa
Claridad comercial	El inversor adquiere directamente acciones de la sociedad cabecera del grupo que desarrolla los proyectos	El inversor adquiere acciones de un vehículo cuyo único activo es una participación; mensaje más difícil de sostener como inversión empresarial
Coste societario	Transformación y aumento de capital; sin estructura adicional	Constitución, capitalización, auditoría, cuentas anuales, órgano de administración y mantenimiento de una sociedad adicional
Doble gobierno y reporting	Un único órgano de administración y un único ciclo de reporting	Dos órganos, dos juntas, dos ciclos contables y necesidad de cascada de

Criterio	KELPA, S.A. (emisión directa)	SPV, S.A. tenedora
		información desde KELPA al SPV y de éste al inversor
Riesgo AIF / EICC	Existente pero mitigable mediante acreditación de sustancia empresarial y de la exclusión de holding	Notablemente agravado: un vehículo sin actividad cuyo único objeto es mantener una participación y canalizar retornos responde al arquetipo del fondo de inversión alternativa
Riesgo PRIIPs	Reducido si las acciones son ordinarias y pari passu	Elevado: la interposición y la eventual estructuración de la cascada de distribuciones aproximan el instrumento a un producto empaquetado
Acceso directo al upside	Directo; el accionista participa en la totalidad del patrimonio y de los resultados del grupo	Indirecto y limitado al porcentaje que el SPV ostente, con fugas por costes de estructura en el nivel intermedio
Aislamiento del cap table	Nulo: los nuevos inversores ingresan en el cap table del emisor	Elevado: el cap table de KELPA permanece inalterado, con una sola línea correspondiente al SPV
Flexibilidad de derechos	Limitada por la LSC y por la necesidad de coherencia con el accionariado existente	Mayor flexibilidad aparente para configurar derechos, pero precisamente esa flexibilidad es la que activa el riesgo regulatorio
Fricción fiscal	Menor: un único nivel societario entre el inversor y el grupo	Mayor: nivel societario adicional, con análisis de régimen de exención sobre dividendos y plusvalías, de deducibilidad de gastos y de eventual tributación indirecta en la aportación
Mensaje al inversor	«Es usted accionista de la sociedad que desarrolla los proyectos»	«Es usted accionista de un vehículo que participa en la sociedad que desarrolla los proyectos»
Recomendación	Recomendada	No recomendada

El criterio determinante en esta comparación es el relativo al riesgo de calificación del emisor como fondo de inversión alternativa o como entidad de capital riesgo o entidad de inversión colectiva de tipo cerrado, y conviene desarrollarlo. La Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, que incorpora al ordenamiento español la Directiva 2011/61/UE, define las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado como aquellas que, careciendo de un objetivo comercial o industrial, obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad de comercialización, para invertirlo en todo tipo de activos financieros o no financieros con arreglo a una política de inversión definida.

Los elementos de la definición son, por tanto, tres y de carácter acumulativo: la captación de capital de una pluralidad de inversores; la existencia de una política de inversión definida con arreglo a la cual se invierte dicho capital en beneficio de los inversores; y la ausencia de un objetivo comercial o industrial general. La concurrencia de los tres determina la calificación, con las consecuencias que de ella se derivan: necesidad de gestora autorizada o de autogestión sujeta a autorización, régimen de depositario, obligaciones de información al supervisor y a los inversores, normas de diversificación y de endeudamiento, y restricciones a la comercialización entre inversores minoristas.

ESMA ha sostenido de forma consistente, en sus directrices sobre conceptos fundamentales de la AIFMD y en la práctica supervisora posterior, que la calificación exige un análisis caso por caso y que debe atenderse a la sustancia de la operación por encima de su forma jurídica. En particular, ha precisado que una política de inversión definida existe cuando concurren elementos tales como la determinación de la política en un documento que resulte vinculante para el vehículo, la existencia de directrices sobre categorías de activos, sectores o áreas geográficas, la referencia a criterios de diversificación o concentración, y la existencia de restricciones al apalancamiento. Ha advertido asimismo de que la forma societaria del vehículo, su carácter abierto o cerrado y la denominación que las partes atribuyan al instrumento son irrelevantes a efectos de la calificación.

El ordenamiento prevé, no obstante, una exclusión expresa para las sociedades holding. Dicha exclusión no opera de manera automática por el mero hecho de ostentar participaciones en filiales: exige que la sociedad opere por cuenta propia y que sus acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado de la Unión, o bien que no haya sido creada con el objetivo principal de generar rendimientos para sus inversores mediante desinversión de sus filiales o sociedades asociadas, lo que se acredita a través de la existencia de una estrategia empresarial desarrollada a través de las filiales, de la dirección efectiva de éstas y de un horizonte que no esté predeterminado por un calendario de salida. El contraste entre ambos elementos —estrategia empresarial a través de filiales, de un lado, y generación de rendimientos mediante desinversión, de otro— constituye el eje del análisis.

Aplicado al caso, la emisión directa por KELPA, S.A. presenta un perfil sustancialmente más favorable. KELPA es la sociedad cabecera de un grupo que ostenta aproximadamente el setenta y cinco por ciento de Madrid Playa Surf, S.L., aproximadamente el noventa y seis por ciento de Wave Park Holdings Ltd —titular a su vez de The Urban Surf Company Ltd— y el cien por cien de una sociedad operativa española. El grupo desarrolla proyectos de infraestructura de ocio con capex comprometido, licencias y permisos obtenidos o en tramitación, contratistas adjudicados, derechos de uso de tecnología con exclusividad y una concesión administrativa y un arrendamiento de larga duración en el caso del proyecto de Madrid. Existe, por tanto, una actividad empresarial real y verificable desarrollada a través de las filiales y dirigida desde la cabecera. La interposición de un SPV, en cambio, crearía precisamente aquello que la exclusión de holding pretende diferenciar: un vehículo sin actividad propia, constituido para captar capital de inversores y canalizar hacia ellos los rendimientos de una participación.

Posición conservadora recomendada: estructurar la emisión directamente en KELPA, S.A., descartando la interposición de un vehículo de propósito especial. Recomendamos adicionalmente que el expediente de la operación incorpore una memoria interna que documente los elementos de sustancia empresarial del grupo —organigrama con porcentajes de participación, descripción de la actividad de cada filial, evidencia de la dirección efectiva desde la cabecera, decisiones de inversión y financiación adoptadas por el órgano de administración, contratos operativos relevantes— y que dicha memoria se mantenga actualizada durante toda la vida de la inversión.

4.7. El riesgo AIF/EICC no desaparece por invertir directamente en KELPA

Sería un error interpretar la recomendación anterior como una conclusión de ausencia de riesgo. La emisión directa reduce muy sustancialmente la exposición, pero no la elimina, y existen en la operación elementos de lenguaje y de diseño que, de mantenerse sin corrección, podrían sustentar una calificación adversa con independencia de la estructura societaria elegida.

El primero de dichos elementos es el lenguaje de «target returns». El material del sponsor presenta la oportunidad mediante tasas internas de retorno objetivo y múltiplos sobre capital invertido objetivo, tanto a nivel de cada proyecto como de estrategia agregada del sponsor —más del veinte por ciento de

TIR y más de 2,5 veces de múltiplo—. Este modo de presentación es característico de los vehículos de inversión colectiva y sumamente infrecuente en la captación de capital por sociedades operativas, que habitualmente articulan su argumentario en torno al plan de negocio, a la posición competitiva, al mercado direccionable y a la capacidad de ejecución del equipo, y no en torno a una cifra de retorno objetivo para el inversor.

El segundo elemento es la eventual existencia de una comisión de éxito o performance fee y de un hurdle del ocho por ciento. La combinación de rentabilidad preferente y participación del promotor en el excedente constituye la estructura de remuneración canónica de la gestión de fondos de inversión alternativa y es, con diferencia, el indicio de mayor peso en el análisis de sustancia. Su presencia en la documentación —ya sea en los estatutos, en el pacto de socios, en el memorándum de colocación o incluso en un contrato de servicios con el sponsor— debilitaría de forma severa la argumentación de que KELPA es una sociedad operativa y no un vehículo de inversión.

El tercer elemento es el horizonte temporal predeterminado de cinco años prorrogables por dos períodos adicionales de un año —la formulación «5+1+1»— y la articulación de la propuesta en torno a un evento de salida. Un horizonte cerrado con prórrogas tasadas es la estructura temporal propia de un fondo cerrado, y su combinación con una tesis de inversión construida sobre el precio de salida estimado de los activos sugiere que el objetivo principal del vehículo es la generación de rendimientos para los inversores mediante desinversión, que es precisamente el supuesto que excluye la aplicación de la exclusión de sociedades holding.

Las medidas de mitigación que recomendamos son las siguientes.

- Opinión de perímetro previa como gating item. Obtener, con anterioridad al lanzamiento de la colocación y como condición suspensiva de éste, una opinión jurídica específica sobre el perímetro AIF/EICC emitida sobre la base de la documentación definitiva —estatutos, pacto de socios, memorándum de colocación y materiales de comercialización—. La opinión debe pronunciarse sobre la concurrencia de los tres elementos de la definición legal y sobre la aplicabilidad de la exclusión de holding, y debe reemitirse si la documentación se modifica materialmente.
- Reforzamiento de la sustancia empresarial en los estatutos. Objeto social que describa con precisión la actividad de desarrollo, promoción, explotación y gestión de instalaciones de ocio y hospitality, y la dirección y coordinación de sociedades filiales dedicadas a dicha actividad, evitando formulaciones de objeto social de mera tenencia de participaciones o de inversión en activos financieros.
- Reforzamiento de la sustancia empresarial en el pacto de socios. Atribución al órgano de administración de competencias efectivas de dirección del grupo, con enumeración expresa de las materias reservadas que evidencien una gestión empresarial: aprobación de los presupuestos de capex, decisiones de financiación y de estructura de capital de las filiales, contratación de los contratistas principales y de los proveedores tecnológicos, política de precios y de comercialización, alianzas comerciales y de patrocinio, y nombramiento y supervisión del equipo directivo de la sociedad operativa.
- Reforzamiento de la sustancia empresarial en el memorándum de colocación. Reequilibrio de la narrativa para situar en primer plano el plan de negocio, la posición competitiva, los derechos de exclusividad sobre la tecnología Wavegarden, las características de los emplazamientos y de la demanda potencial, la estructura operativa y el equipo, relegando las cifras de retorno objetivo a un apartado específico debidamente contextualizado como proyección.

- Evidencia continuada de la dirección efectiva de las filiales. Documentación sistemática, en las actas del órgano de administración de KELPA, de las decisiones adoptadas respecto de las filiales: aprobación de presupuestos, seguimiento de obra, decisiones de financiación, nombramientos y aprobación de contratos relevantes. Esta evidencia constituye, en la práctica, el elemento probatorio de mayor valor en un eventual contraste supervisor.
- Revisión del tratamiento del horizonte y de la salida. Sustituir la presentación de un horizonte cerrado «5+1+1» por una descripción del horizonte de maduración de los proyectos y de los mecanismos de liquidez potencialmente disponibles para el accionista, sin configurar un calendario de desinversión predeterminado y vinculante para la sociedad.
- Revisión de los mecanismos de incentivo. Eliminación de cualquier performance fee o carried interest a nivel del emisor, reconduciendo el incentivo del promotor y del equipo, en su caso, a planes de retribución variable o a instrumentos de incentivo del personal directivo articulados conforme a la normativa societaria y laboral aplicable.

Debe formularse, no obstante, una advertencia de equilibrio. El objetivo de las medidas anteriores no es eliminar artificialmente toda referencia al objetivo de rentabilidad: una sociedad que capta capital legítimamente informa a sus inversores de sus expectativas de creación de valor, y una depuración excesiva del memorándum podría comprometer el cumplimiento de las obligaciones de información suficiente, imparcial y no engañosa analizadas en el apartado 3.6 anterior, además de resultar comercialmente inoperante. Lo que debe evitarse no es la mención del retorno esperado, sino la presentación de una empresa operativa con el formato, la terminología, la estructura de comisiones y el horizonte de un fondo cerrado. La corrección debe ser sustantiva y coherente, no cosmética: un expediente en el que la documentación jurídica niegue lo que la documentación comercial afirma resultaría, en una revisión supervisora, más perjudicial que la ausencia de corrección alguna.

Posición conservadora recomendada: tratar la opinión de perímetro AIF/EICC como condición suspensiva del lanzamiento de la colocación y no como un entregable paralelo. Si la opinión no pudiera emitirse en términos razonablemente favorables sobre la documentación definitiva, recomendamos reconsiderar el diseño de la operación antes que proceder al lanzamiento asumiendo el riesgo, dadas las consecuencias de una calificación adversa: necesidad de autorización, posible nulidad de la comercialización realizada, régimen sancionador y exposición a reclamaciones de los inversores.

4.8. Matriz de documentos corporativos

Se incorpora a continuación una matriz de los actos y documentos corporativos necesarios para la ejecución de la operación, con indicación del órgano competente, de la mayoría requerida, de la forma de documentación, de su acceso o no al Registro Mercantil y de su estado. Las mayorías indicadas lo son conforme al régimen legal supletorio y deben verificarse frente a los estatutos sociales vigentes y frente al pacto de socios, que pueden haber elevado los quórum o establecido materias reservadas adicionales.

Tabla 4.5. Matriz de documentos y actos corporativos

Documento / acto	Órgano competente	Mayoría	Formalización	Inscripción	Estado
Acuerdo de transformación de S.L. en S.A.	Junta general de socios	Mayoría reforzada de modificación estatutaria (art. 199 LSC y estatutos)	Acta notarial o certificación con firmas legitimadas	Sí	[●]

Documento / acto	Órgano competente	Mayoría	Formalización	Inscripción	Estado
Balance de transformación e informe de experto independiente sobre el patrimonio social	Órgano de administración; experto designado por el Registro Mercantil	No aplicable	Balance formulado e informe de experto	Se incorpora a la escritura	[●]
Escritura pública de transformación	Órgano de administración ante notario	No aplicable	Escritura pública	Sí (constitutiva)	[●]
Modificación y refundición de estatutos sociales (incluida la cláusula de representación mediante TRD)	Junta general	Mayoría reforzada de modificación estatutaria	Acuerdo elevado a público	Sí	[●]
Acuerdo de aumento de capital con cargo a aportaciones dinerarias	Junta general, o consejo de administración por delegación (art. 297 LSC)	Mayoría reforzada de modificación estatutaria	Acuerdo elevado a público	Sí	[●]
Informe del órgano de administración sobre la exclusión del derecho de suscripción preferente	Órgano de administración	No aplicable	Informe escrito puesto a disposición de los socios	Se incorpora al expediente	[●]
Informe de auditor designado por el Registro Mercantil sobre el valor razonable	Auditor designado registralmente	No aplicable	Informe de auditor	Se incorpora al expediente	[●]
Renuncias individuales al derecho de suscripción preferente	Accionistas individualmente	Unanimidad efectiva de los renunciantes	Documento privado con firma legitimada o comparecencia	No	[●]
Certificación bancaria acreditativa del desembolso	Entidad de crédito depositaria	No aplicable	Certificación con antigüedad no superior a dos meses	Se incorpora a la escritura	[●]
Acuerdo de creación de clase o serie de acciones, en su caso	Junta general y, en su caso, junta especial de clase (art. 293 LSC)	Mayoría reforzada y mayoría de la clase afectada	Acuerdo elevado a público	Sí	[●]
Documento de emisión de valores representados mediante sistemas basados en TRD	Órgano de administración	No aplicable	Documento otorgado conforme a la LMVSI y al RD 814/2023	Depósito ante la ERIR	[●]

Documento / acto	Órgano competente	Mayoría	Formalización	Inscripción	Estado
Contrato con la entidad responsable de la inscripción y registro	Órgano de administración	No aplicable	Contrato privado con anexos de nivel de servicio y contingencia	No	[●]
Escritura pública de ejecución del aumento de capital	Órgano de administración ante notario	No aplicable	Escritura pública con relación de suscriptores	Sí	[●]
Inscripción registral del aumento y de la nueva cifra de capital	Registro Mercantil	No aplicable	Asiento registral	Sí	[●]
Primera inscripción de titularidades en el sistema basado en TRD	ERIR	No aplicable	Inscripción en el sistema y emisión de certificados de legitimación	No registral	[●]
Novación del pacto de socios	Socios firmantes	Según régimen de modificación del propio pacto	Documento privado, con firma legitimada si procede	No	[●]
Deeds de adhesión de los nuevos accionistas al pacto de socios	Nuevos accionistas	Adhesión individual	Documento de adhesión anexo al pacto	No	[●]
Libro registro de acciones nominativas y su articulación con el sistema TRD	Órgano de administración	No aplicable	Libro legalizado y procedimiento de conciliación	Legalización en el Registro Mercantil	[●]

Posición conservadora recomendada: ejecutar la secuencia en el orden estricto transformación — inscripción — modificación estatutaria de representación mediante TRD — acuerdo de aumento — suscripción y desembolso — escritura de ejecución — inscripción registral — inscripción de titularidades en el sistema TRD. Debe evitarse muy especialmente la práctica de admitir suscripciones o recibir fondos de inversores con anterioridad a la inscripción de la transformación, por cuanto en dicho momento el emisor carece de capacidad para emitir valores negociables y las cantidades recibidas carecerían de causa societaria adecuada, con riesgo de recalificación como préstamo, de contingencia fiscal y de reclamación por los inversores.

El presente informe se emite con carácter preliminar y sobre la base de la documentación facilitada y del marco normativo vigente a la fecha de referencia. Sus conclusiones deben confirmarse una vez se disponga de los datos definitivos de la operación —cap table plenamente diluido, estatutos sociales y pacto de socios vigentes, precio por acción, valor nominal y prima de emisión, calendario definitivo y datos registrales de la entidad responsable de la inscripción y registro— y previa validación regulatoria y fiscal específica, con anterioridad a su circulación entre terceros.

5. Régimen de transmisibilidad y liquidez

El régimen de transmisibilidad de las acciones de KELPA, S.A. representadas mediante sistemas basados en tecnología de registros distribuidos (en adelante, «TRD») constituye uno de los aspectos de mayor relevancia práctica de la operación proyectada, tanto por su incidencia sobre la posición jurídica del inversor como por el riesgo reputacional y regulatorio asociado a una comunicación

inadecuada en materia de liquidez. El presente apartado analiza, sucesivamente, el régimen legal de perfeccionamiento de la transmisión y sus efectos frente a terceros, la articulación técnica de las restricciones estatutarias y convencionales a la libre transmisibilidad, la ausencia de mercado secundario y las implicaciones que de ello se derivan en términos de redacción de la documentación comercial, y los escenarios futuros de liquidez, con el correspondiente plan de contingencia.

5.1. Perfeccionamiento de la transmisión mediante inscripción en el sistema basado en TRD

La Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (en adelante, «LMVSI»), y su desarrollo reglamentario mediante el Real Decreto 814/2023, de 8 de noviembre, reconocen, junto a la representación de los valores negociables mediante títulos y mediante anotaciones en cuenta, su representación mediante sistemas basados en TRD. Esta tercera modalidad de representación no constituye una categoría de valor distinta ni altera la naturaleza jurídica del instrumento subyacente: las acciones representadas mediante sistemas basados en TRD son acciones de una sociedad anónima española, sometidas íntegramente al Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, «LSC»), y a los estatutos sociales del emisor. La TRD opera, por tanto, como infraestructura de registro y de constancia de la titularidad, y no como fuente autónoma de derechos.

De conformidad con el régimen legal aplicable, la transmisión de los valores representados mediante sistemas basados en TRD se perfecciona mediante la inscripción de la transmisión en el correspondiente sistema. Esta regla replica, con las adaptaciones propias de la tecnología empleada, el principio tradicionalmente aplicable a los valores representados mediante anotaciones en cuenta, conforme al cual la transmisión tiene lugar por transferencia contable y produce los mismos efectos que la tradición de los títulos. La consecuencia práctica es de primer orden: entre el otorgamiento del negocio jurídico obligacional de transmisión (típicamente, un contrato de compraventa de acciones) y la transmisión real del valor media un acto registral que resulta constitutivo de la transmisión frente a la sociedad y frente a terceros. La documentación contractual de cualquier transmisión futura deberá, en consecuencia, distinguir con precisión entre el momento del perfeccionamiento del contrato y el momento de la consumación registral, y regular expresamente el régimen de riesgos, frutos y derechos políticos en el intervalo entre ambos.

La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de la condición de accionista corresponde a quien aparezca inscrito como titular en el sistema basado en TRD. La persona legitimada registralmente podrá exigir de la sociedad el reconocimiento de su condición de socio y el ejercicio de los derechos políticos y económicos inherentes a las acciones de que se trate, sin que el emisor deba —ni pueda, en condiciones ordinarias— indagar sobre la validez material del negocio causal subyacente. Esta presunción de legitimación constituye una de las ventajas operativas más relevantes del sistema, por cuanto simplifica notablemente la acreditación de la titularidad frente a la práctica habitual en sociedades anónimas no cotizadas con acciones representadas mediante títulos nominativos, en las que la acreditación exige el examen del libro registro de acciones nominativas y, en su caso, de la cadena documental de endosos.

La oponibilidad frente a terceros de la transmisión se produce igualmente desde la inscripción en el sistema. Ello determina que el adquirente que no haya obtenido la inscripción no podrá oponer su adquisición ni a la sociedad ni a terceros adquirentes posteriores que sí hayan obtenido la inscripción de buena fe. Es, por tanto, recomendable que la documentación de cualquier transmisión prevea plazos perentorios para la solicitud de inscripción ante la entidad responsable de la inscripción y

registro (en adelante, «ERIR»), así como las consecuencias contractuales del retraso imputable a cualquiera de las partes.

En materia de adquisición a non domino, el régimen de los valores representados mediante sistemas basados en TRD debe interpretarse, conforme al criterio más prudente, por analogía con el régimen de las anotaciones en cuenta: el tercero que adquiera a título oneroso valores de persona que, según los asientos del registro, aparezca legitimada para transmitirlos, no estará sujeto a reivindicación salvo que en el momento de la adquisición hubiera obrado de mala fe o con culpa grave. Debe advertirse, no obstante, que la aplicación de esta regla a los sistemas basados en TRD no ha sido objeto de pronunciamiento jurisprudencial ni de criterio administrativo consolidado, y que la irreversibilidad técnica característica de determinadas arquitecturas de registro distribuido puede generar tensiones de difícil solución con los remedios restitutorios propios del Derecho civil. Se recomienda, como posición conservadora, que el documento de emisión y las reglas de funcionamiento del sistema prevean expresamente mecanismos técnicos que permitan ejecutar resoluciones judiciales o administrativas firmes que ordenen la rectificación de asientos, incluyendo la facultad de la ERIR de practicar asientos de rectificación, bloqueo o reversión bajo mandato de autoridad competente.

El régimen de gravámenes y de derechos reales limitados sobre las acciones exige igualmente constancia registral. La constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre los valores deberá inscribirse en el sistema basado en TRD, produciendo la inscripción efectos equivalentes al desplazamiento posesorio del título. En consecuencia, la prenda de acciones tokenizadas —figura de empleo frecuente en operaciones de financiación y en estructuras de garantía de pactos parasociales— requerirá la correspondiente inscripción, debiendo el documento de emisión y las reglas del sistema contemplar expresamente la funcionalidad técnica que permita reflejar la existencia del gravamen, la identidad del acreedor pignoraticio, el régimen de ejercicio de los derechos políticos durante la vigencia de la prenda (que, conforme al artículo 132 LSC, corresponde al propietario salvo disposición estatutaria en contrario) y la mecánica de ejecución. Idéntica previsión debe adoptarse respecto del usufructo de acciones, con la correspondiente distribución de derechos entre nudo propietario y usufructuario conforme a los artículos 127 y siguientes LSC.

En cuanto a los embargos y demás medidas cautelares o ejecutivas acordadas por autoridad judicial o administrativa, el sistema debe permitir la anotación de la traba y el bloqueo de la disponibilidad de los valores afectados. La ausencia de funcionalidad de bloqueo constituiría un defecto grave de diseño, por cuanto imposibilitaría el cumplimiento de mandamientos de embargo y expondría al emisor y a la ERIR a responsabilidad. Se recomienda que el protocolo de gobernanza tecnológica identifique de forma expresa al sujeto facultado para ejecutar el bloqueo, el procedimiento de verificación del mandamiento, el plazo de ejecución y el régimen de comunicación al titular afectado.

La sucesión mortis causa plantea cuestiones específicas en el entorno TRD. El fallecimiento del titular no produce por sí mismo efectos registrales; será preciso que los herederos acrediten su condición mediante el título sucesorio correspondiente (testamento o declaración de herederos, certificado de defunción y certificado del Registro General de Actos de Última Voluntad y, en su caso, escritura de aceptación y adjudicación de herencia), y que la ERIR practique el correspondiente asiento. La problemática práctica más relevante no es jurídica sino operativa: si el acceso a los valores está vinculado a claves criptográficas privadas bajo control exclusivo del titular, la pérdida de dichas claves con ocasión del fallecimiento puede dificultar o impedir materialmente el ejercicio de los derechos por los herederos. Esta circunstancia constituye una razón de peso adicional a favor de un modelo de custodia profesionalizada o, cuando menos, de un modelo registral en el que la ERIR conserve la capacidad de reasignar la titularidad registral en favor de los herederos acreditados, con independencia de la disponibilidad de las claves del causante.

La transmisión forzosa —ejecución de prenda, ejecución singular, procedimiento concursal o adjudicación en el marco de una ejecución universal— requiere igualmente la articulación de una vía registral. El documento de emisión debe prever que la ERIR practicará los asientos derivados de resoluciones judiciales, administrativas o notariales firmes o ejecutivas, sin necesidad de concurso de la voluntad del titular inscrito, previa verificación formal del título.

Tabla 1. Régimen de los actos de disposición y gravamen sobre acciones representadas mediante TRD

Acto	Requisito de eficacia	Funcionalidad técnica exigible al sistema	Riesgo si no se prevé
Transmisión inter vivos	Inscripción en el sistema basado en TRD; verificación por la ERIR del cumplimiento de restricciones estatutarias	Transferencia registral condicionada a autorización; lista blanca de direcciones verificadas	Transmisión no oponible; discrepancia entre realidad jurídica y registro
Prenda de acciones	Inscripción del gravamen; desplazamiento posesorio equivalente	Marcado del valor como pignorado; bloqueo de transferencia; identificación del acreedor	Garantía no oponible frente a terceros; inejecutabilidad práctica
Usufructo	Inscripción del derecho real limitado	Desdoblamiento de derechos políticos y económicos en el registro	Conflicto entre nudo propietario y usufructuario; pago indebido de dividendos
Embargo y medidas cautelares	Anotación de la traba por mandamiento de autoridad competente	Bloqueo de disponibilidad; anotación de la traba; comunicación al titular	Incumplimiento de mandamiento judicial; responsabilidad del emisor y de la ERIR
Sucesión mortis causa	Acreditación del título sucesorio y práctica del asiento	Reasignación registral por la ERIR sin dependencia de las claves del causante	Bloqueo permanente de las acciones; imposibilidad de ejercicio de derechos
Transmisión forzosa	Resolución judicial, administrativa o notarial firme o ejecutiva	Asiento practicado de oficio por la ERIR previa verificación formal del título	Inejecutabilidad de la adjudicación; litigiosidad
Rectificación de asientos erróneos	Resolución de autoridad competente o procedimiento interno previsto en las reglas del sistema	Asientos de rectificación o reversión bajo control de la ERIR	Irreversibilidad técnica incompatible con la tutela judicial efectiva

La tabla tiene carácter orientativo y deberá contrastarse con las reglas de funcionamiento definitivas del sistema basado en TRD y con los términos del contrato con la ERIR.

5.2. Restricciones estatutarias y convencionales a la transmisión

Las acciones de una sociedad anónima son, por regla general, libremente transmisibles. No obstante, el artículo 123 LSC admite que los estatutos sociales establezcan restricciones a la libre transmisibilidad, siempre que recaigan sobre acciones nominativas y estén expresamente impuestas por los estatutos. Son nulas las cláusulas que hagan prácticamente intransmisible la acción. En el caso de KELPA, S.A., la configuración de las acciones representadas mediante sistemas basados en TRD como acciones necesariamente nominativas —consecuencia inherente a la identificación registral del titular— permite la incorporación estatutaria de restricciones a la transmisibilidad, lo que resulta conveniente tanto desde la perspectiva del control del accionariado como desde la perspectiva del

cumplimiento normativo (prevención del blanqueo de capitales, control de la condición de inversor cualificado y preservación de las exenciones de folleto en operaciones ulteriores).

Se recomienda analizar la conveniencia de incorporar, con la debida precisión técnica, las siguientes categorías de restricciones:

- Cláusula de consentimiento previo o autorización. Sometimiento de la transmisión a la autorización del órgano de administración, con especificación estatutaria de las causas que permiten denegar la autorización (exigencia del artículo 123.2 LSC y del artículo 123 del Reglamento del Registro Mercantil), plazo máximo de respuesta y régimen de silencio. La omisión de las causas de denegación determina la nulidad de la cláusula.
- Derecho de adquisición preferente. Obligación del transmitente de notificar la transmisión proyectada, con identificación del adquirente, número de acciones, precio y condiciones, y derecho de los restantes accionistas —y, subsidiariamente, de la sociedad— a adquirir en las mismas condiciones. Debe regularse el procedimiento de prorrateo, el régimen de determinación del valor cuando la contraprestación no sea dineraria o resulte manifiestamente desproporcionada, y el plazo de ejercicio.
- Derecho de acompañamiento (tag-along). Facultad de los accionistas minoritarios de exigir que el tercero adquirente adquiriera también sus acciones en las mismas condiciones económicas, cuando un accionista o grupo de accionistas transmita una participación de control o superior a un umbral determinado. Es la protección esencial del inversor entrante que suscriba la emisión tokenizada.
- Derecho de arrastre (drag-along). Facultad de la mayoría de exigir a los minoritarios la transmisión conjunta de sus acciones a un tercero en los términos de una oferta cualificada. Debe delimitarse con precisión el umbral de activación, el precio mínimo, la exigencia de condiciones idénticas para todos los accionistas arrastrados y la limitación de las manifestaciones y garantías exigibles al minoritario (típicamente, limitadas a título y capacidad).
- Compromiso de permanencia (lock-up). Prohibición temporal de transmitir, cuya eficacia estatutaria se encuentra limitada por el artículo 123.4 LSC, que no admite restricciones temporales superiores a dos años desde la constitución o el aumento de capital. Más allá de ese plazo, la restricción deberá articularse por vía contractual en el pacto de socios, con los efectos meramente obligacionales que ello comporta.
- Transmisiones permitidas (permitted transfers). Supuestos excluidos de las restricciones anteriores, típicamente transmisiones a entidades del mismo grupo, a vehículos patrimoniales del propio titular, o por causa de muerte en favor de herederos forzosos, sujetas en todo caso al cumplimiento de los procedimientos de diligencia debida en materia de prevención del blanqueo de capitales y a la adhesión del adquirente al pacto de socios mediante el correspondiente documento de adhesión.
- Cláusulas de cumplimiento normativo. Facultad del emisor de denegar la inscripción de transmisiones a adquirentes que no hayan superado los procedimientos de identificación y diligencia debida, que estén sujetos a sanciones internacionales, que residan en jurisdicciones respecto de las cuales la transmisión pudiera generar obligaciones regulatorias adicionales para el emisor, o cuya adquisición comprometiera la aplicación de las exenciones de folleto o el perímetro de no sujeción a la normativa de inversión colectiva.

La articulación técnica entre la restricción jurídica y el bloqueo registral en el sistema basado en TRD constituye el punto de mayor delicadeza. El diseño recomendado consiste en configurar el contrato

inteligente de modo que ninguna transferencia pueda ejecutarse sin una autorización previa emitida por la ERIR o por el agente designado al efecto, que actuará como verificador del cumplimiento de las restricciones estatutarias y contractuales. Técnicamente, ello se instrumenta normalmente mediante listas de direcciones autorizadas (whitelisting), módulos de transferencia condicionada o la intervención de una función de control que valide cada operación antes de su registro. Debe evitarse de forma absoluta el modelo de transferibilidad libre entre direcciones, incompatible con el régimen de acciones nominativas sujetas a restricciones y con las obligaciones de prevención del blanqueo de capitales.

Resulta imprescindible formular una advertencia de principio que debe quedar reflejada tanto en el documento de emisión como en la documentación contractual: **el contrato inteligente debe reflejar fielmente la restricción jurídica, pero la validez y eficacia de la transmisión se determinan conforme al Derecho español y a los estatutos sociales, y no conforme al código informático**. De ello se derivan dos consecuencias simétricas. En primer lugar, una transmisión que el sistema ejecute técnicamente pese a infringir una restricción estatutaria no será por ello válida ni oponible a la sociedad: el emisor podrá desconocerla y, en su caso, instar su rectificación registral. En segundo lugar, una transmisión jurídicamente válida y plenamente conforme con los estatutos no quedará privada de eficacia por un fallo o una limitación técnica del sistema, sin perjuicio de que el adquirente no pueda ejercitar frente a la sociedad los derechos de socio hasta la práctica del asiento, y de las eventuales responsabilidades en que incurra quien haya impedido indebidamente la inscripción.

En coherencia con lo anterior, se recomienda que la documentación contractual incorpore una cláusula de prevalencia expresa conforme a la cual, en caso de discrepancia entre el estado del registro basado en TRD y la realidad jurídica determinada conforme a la ley, los estatutos y los pactos parasociales, prevalecerá esta última, obligándose las partes a cooperar de buena fe en la rectificación registral. Esta cláusula constituye un mitigante esencial del riesgo de divergencia entre capa jurídica y capa técnica.

5.3. Ausencia de mercado secundario

Debe afirmarse con la mayor claridad, y sin matices que puedan inducir a confusión, que la operación proyectada no conlleva la admisión a negociación de las acciones de KELPA, S.A. en ningún centro de negociación, ni la existencia de un mercado secundario organizado en el que el inversor pueda desinvertir. La ERIR no es un centro de negociación. La ERIR es la entidad regulada responsable de la inscripción y registro de los valores representados mediante sistemas basados en TRD; su función es registral y de administración del sistema, y no comprende la casación de órdenes, la formación de precios ni la provisión de liquidez. Confundir ambas funciones —confusión a la que la terminología comercial empleada en el mercado se presta con facilidad— constituiría un error conceptual con consecuencias regulatorias y potencialmente sancionadoras.

La propia Comisión Nacional del Mercado de Valores, en sus Preguntas y Respuestas sobre instrumentos financieros basados en TRD, aclara expresamente que pueden existir instrumentos financieros basados en TRD no cotizados y que las transmisiones de tales instrumentos se realizan de forma privada. Esta es, precisamente, la situación de la emisión proyectada: acciones no admitidas a negociación, cuya transmisión habrá de instrumentarse mediante acuerdos privados entre transmitente y adquirente, con la subsiguiente inscripción en el sistema.

La representación mediante TRD aporta, ciertamente, ventajas operativas relevantes: un registro único, íntegro y auditable de la titularidad; trazabilidad completa de la cadena de transmisiones; reducción de la fricción administrativa asociada a la gestión del libro registro; y una mecánica de transmisión estandarizada y de ejecución rápida una vez obtenidas las autorizaciones

correspondientes. Pero ninguna de estas ventajas crea liquidez. La liquidez de un instrumento financiero es función de la existencia de contrapartes dispuestas a adquirir a un precio razonable, de un canal jurídicamente habilitado para poner en contacto oferta y demanda y, cuando dicho canal adquiere carácter multilateral y sistemático, de una infraestructura de negociación debidamente autorizada. La tecnología de registro no sustituye a ninguno de estos tres elementos.

No debe afirmarse, en ningún soporte comercial, contractual o informativo, que «la tokenización aporta liquidez» ni que la emisión está «autorizada por la CNMV». La primera afirmación es materialmente inexacta y susceptible de ser calificada como información engañosa a los efectos del artículo 24 de la Directiva 2014/65/UE y de la normativa nacional de transposición. La segunda es sencillamente falsa: la CNMV no autoriza emisiones exentas de folleto, y la circunstancia de que la ERIR sea una entidad inscrita en los registros de la CNMV no comporta aprobación, verificación ni supervisión alguna de la emisión, de su precio, de sus condiciones ni de las proyecciones financieras del sponsor. El empleo de una u otra expresión expondría al emisor y a las entidades intervinientes a un riesgo sancionador cierto.

Se recomienda emplear, de forma literal y consistente en toda la documentación de la operación, la siguiente formulación:

Las acciones objeto de la presente emisión no están ni estarán admitidas a negociación en ningún mercado regulado, sistema multilateral de negociación, sistema organizado de contratación ni infraestructura de mercado basada en tecnología de registros distribuidos. No existe mercado secundario para las acciones y no puede garantizarse que llegue a existir. La representación de las acciones mediante un sistema basado en tecnología de registros distribuidos facilita el registro de la titularidad, su trazabilidad y la mecánica de transmisión, pero no genera liquidez ni equivale en modo alguno a la negociación bursátil. Cualquier transmisión deberá realizarse de forma privada, requerirá la localización por el propio inversor de una contraparte interesada, estará sujeta a las restricciones estatutarias y contractuales aplicables y se perfeccionará mediante la correspondiente inscripción en el sistema. La entidad responsable de la inscripción y registro no es un centro de negociación, no casa órdenes, no forma precios y no provee liquidez. La emisión no ha sido autorizada, verificada ni supervisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que no se pronuncia sobre la solvencia del emisor ni sobre el valor o las características de las acciones. El inversor debe estar en condiciones de mantener su inversión de forma indefinida y de soportar la pérdida total del capital invertido.

Se recomienda que esta formulación se incorpore, con carácter destacado, en el documento informativo de la oferta, en el formulario de suscripción, en la ficha de mercado objetivo y en cualquier presentación dirigida a inversores, y que su cumplimiento se verifique mediante un procedimiento documentado de revisión previa de todo material de comercialización.

5.4. Escenarios futuros de liquidez y plan de contingencia

Sin perjuicio de la rotunda advertencia anterior, resulta aconsejable que el emisor identifique, con rigor y sin generar expectativas infundadas, los escenarios en los que podría llegar a articularse una vía de liquidez para los inversores, así como los requisitos, plazos, costes y riesgos asociados a cada uno. La finalidad de este ejercicio es doble: dotar al órgano de administración de un marco de planificación y, al mismo tiempo, permitir una comunicación honesta con los inversores que distinga con claridad entre lo que existe hoy y lo que, eventualmente y sujeto a numerosas condiciones, podría llegar a existir.

(i) Transmisión privada bilateral

Constituye el escenario base y el único disponible desde el primer día. El inversor que desee desinvertir deberá localizar por sus propios medios una contraparte, negociar el precio y las condiciones, obtener las autorizaciones estatutarias que resulten aplicables, verificar que el adquirente supera los procedimientos de diligencia debida y solicitar a la ERIR la inscripción de la transmisión. El emisor puede, sin asumir obligación alguna al respecto, facilitar el proceso poniendo a disposición de los accionistas un canal de comunicación de intenciones de venta o un registro de interesados, pero debe evitar cuidadosamente que dicha facilitación derive hacia funciones de casación. El riesgo principal de este escenario es la ausencia de referencias de precio: al no existir cotización ni valoraciones públicas validadas independientemente, la formación del precio quedará enteramente remitida a la negociación bilateral, con el consiguiente riesgo de asimetría informativa.

(ii) Ventanas periódicas de casación organizadas por el emisor

Un segundo escenario, frecuentemente planteado en operaciones de este tipo, consiste en que el emisor organice ventanas periódicas —trimestrales o semestrales— en las que se recojan intenciones de compra y de venta y se case la oferta con la demanda conforme a reglas predeterminadas. Este escenario exige una advertencia de máxima relevancia: la organización por el emisor de un mecanismo que reúna, dentro del mismo, los diversos intereses de compra y de venta de múltiples terceros sobre instrumentos financieros, de forma que dé lugar a contratos, conforme a reglas no discrecionales, puede constituir materialmente un sistema multilateral de negociación. La explotación de un sistema multilateral de negociación sin la preceptiva autorización constituye una infracción grave de la normativa del mercado de valores. El riesgo de constituir de facto un sistema multilateral no autorizado es, por tanto, real y debe gestionarse mediante un análisis jurídico específico previo a la implantación de cualquier mecanismo de esta naturaleza, considerando como alternativas la intermediación de una empresa de servicios de inversión autorizada que preste el servicio de recepción y transmisión de órdenes, o el carácter estrictamente discrecional y no sistemático de la intervención del emisor.

(iii) Infraestructura de mercado bajo el Régimen Piloto DLT

El Reglamento (UE) 2022/858 estableció un régimen piloto para las infraestructuras del mercado basadas en tecnología de registro descentralizado, contemplando tres figuras: el sistema multilateral de negociación basado en TRD, el sistema de liquidación basado en TRD y el sistema de negociación y liquidación basado en TRD. La utilización de una infraestructura autorizada bajo este régimen permitiría, en teoría, dotar a las acciones de un entorno de negociación secundaria. Se trata, no obstante, de una vía sujeta a límites cuantitativos por emisión y por infraestructura, a requisitos de autorización exigentes, a exenciones específicas concedidas por la autoridad competente y a una experiencia de mercado todavía limitada en España. Debe subrayarse que el régimen piloto es opcional y no resulta en absoluto necesario para una emisión no cotizada como la proyectada; su consideración corresponde a un horizonte temporal posterior y está condicionada a la disponibilidad efectiva de infraestructuras autorizadas y a su compatibilidad con el sistema basado en TRD empleado en la emisión.

(iv) Admisión a negociación en un sistema multilateral de negociación

El escenario de mayor alcance consistiría en la admisión a negociación de las acciones en un sistema multilateral de negociación, señaladamente BME Scale o BME Growth. Esta vía exigiría, entre otros extremos, el cumplimiento de los requisitos de incorporación del mercado correspondiente (antigüedad, difusión accionarial mínima, estados financieros auditados conforme a las normas

aplicables, designación de asesor registrado y, en su caso, de proveedor de liquidez), la elaboración del documento informativo de incorporación, la adaptación de los estatutos sociales y del gobierno corporativo a los estándares exigidos, y —cuestión técnicamente crítica— la conversión del sistema de representación de los valores, por cuanto la negociación en estos mercados se liquida a través de los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores vigentes. Dicha conversión implicaría la transformación de la representación mediante TRD en anotaciones en cuenta, con la consiguiente migración registral, el cierre ordenado del sistema basado en TRD y la conciliación íntegra de titularidades, operación que debe quedar expresamente contemplada en el documento de emisión y en el contrato con la ERIR desde el inicio.

Tabla 2. Escenarios de liquidez: requisitos, plazos, costes y riesgos

Escenario	Requisitos	Plazo indicativo	Coste indicativo	Riesgos principales
(i) Transmisión privada bilateral	Cumplimiento de restricciones estatutarias; diligencia debida del adquirente; solicitud de inscripción ante la ERIR	Disponible desde el cierre de la emisión	Bajo: tarifas registrales de la ERIR y costes de asesoramiento de la operación concreta	Ausencia de contrapartes; ausencia de referencias de precio; asimetría informativa; descuento de iliquidez
(ii) Ventanas periódicas de casación organizadas por el emisor	Análisis jurídico previo de perímetro de sistema multilateral; reglas de casación; posible intermediación de empresa de servicios de inversión autorizada	12 a 24 meses desde el cierre, sujeto a análisis	Medio: diseño jurídico, desarrollo operativo y, en su caso, remuneración del intermediario	Constitución de facto de un sistema multilateral no autorizado; infracción grave; responsabilidad de administradores; expectativas de liquidez no cumplidas
(iii) Infraestructura bajo Régimen Piloto DLT	Infraestructura autorizada conforme al Reglamento (UE) 2022/858; compatibilidad técnica; límites cuantitativos por emisión e infraestructura	24 a 48 meses, condicionado a disponibilidad de infraestructuras	Alto: integración técnica, asesoramiento regulatorio y tarifas de la infraestructura	Disponibilidad limitada de infraestructuras autorizadas; límites cuantitativos; carácter temporal y experimental del régimen
(iv) Admisión a negociación en SMN (BME Scale / BME Growth)	Requisitos de incorporación del mercado; asesor registrado; estados financieros auditados; documento informativo; conversión a anotaciones en cuenta	36 a 60 meses, condicionado a tamaño, madurez y resultados	Muy alto: asesor registrado, auditoría, asesoramiento jurídico y financiero, tarifas del mercado y costes recurrentes de emisor cotizado	Incumplimiento sobrevenido de requisitos; coste recurrente; exigencias de transparencia; riesgo de ejecución de la migración registral; pérdida de confidencialidad

El precedente de OpenBrick y Madrid Yield Rent SOCIMI contempló expresamente un plan de contingencia orientado hacia BME Scale o BME Growth como vía de liquidez futura. Resulta metodológicamente útil tomar dicho plan como referencia estructural, en la medida en que acredita la viabilidad de articular desde el inicio una hoja de ruta hacia un mercado organizado. Ahora bien, debe advertirse expresamente que dicho plan no es trasladable acríticamente a KELPA, S.A. Madrid Yield Rent es una SOCIMI residencial con una cartera cerrada de activos en explotación y rentas

garantizadas por el sponsor, cuyo perfil de flujos, valoración y trayectoria resulta sustancialmente más compatible con los requisitos de incorporación a un mercado de pequeñas y medianas empresas. KELPA, S.A. es, por el contrario, un vehículo de growth y development equity, con proyectos en fase de construcción y ramp-up, con apalancamiento relevante a nivel de proyecto y sin histórico de resultados estabilizados. Cualquier referencia al plan de contingencia debe, por tanto, formularse en términos estrictamente condicionales, sin generar expectativa alguna de admisión a negociación, y acompañarse de la advertencia de que la viabilidad de dicha vía depende de la evolución efectiva de los proyectos, de las condiciones de mercado y del cumplimiento de requisitos que a la fecha no concurren.

6. Protección del inversor, MiFID II y distribución

La calificación de las acciones tokenizadas de KELPA, S.A. como instrumentos financieros determina la plena aplicación del régimen de protección del inversor derivado de la Directiva 2014/65/UE (en adelante, «MiFID II»), del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 y de la normativa española de transposición, señaladamente la LMVSI y el Real Decreto 813/2023, de 8 de noviembre. Este régimen no se aplica al emisor en cuanto tal —que no presta servicios de inversión por el mero hecho de emitir sus propias acciones—, sino a las entidades que intervengan en la colocación, distribución, asesoramiento o recepción y transmisión de órdenes. La correcta delimitación del perímetro de servicios de inversión y la asignación contractual inequívoca de responsabilidades entre los distintos intervinientes constituyen, por ello, elementos esenciales del diseño de la operación.

6.1. Perímetro de servicios de inversión y delimitación de funciones

Procede identificar con precisión qué actividades, en el contexto de la operación proyectada, constituyen servicios de inversión reservados y, por tanto, exigen autorización. A tal efecto deben considerarse, entre otros, los siguientes servicios: la colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme; el aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme; la recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros; la ejecución de órdenes por cuenta de clientes; el asesoramiento en materia de inversión, entendido como la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente respecto de operaciones relativas a instrumentos financieros concretos; y la gestión discrecional e individualizada de carteras. A ellos se añaden los servicios auxiliares, entre los que destaca la custodia y administración de instrumentos financieros por cuenta de clientes.

Debe asimismo tenerse muy presente el artículo 36 LMVSI, conforme al cual las colocaciones exentas de la obligación de publicar folleto que se dirijan al público en general empleando cualquier forma de comunicación publicitaria requieren la intervención de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión a efectos de la comercialización de los valores, correspondiendo a dicha entidad la validación de que la información entregada a los inversores cumple con los requisitos exigibles y la supervisión del proceso de comercialización. La CNMV conserva, además, facultades para exigir la publicación de un folleto. En consecuencia, la decisión sobre la estrategia de comunicación de la emisión —y, en particular, sobre si existirá o no cualquier forma de publicidad dirigida al público— condiciona directamente la necesidad de intervención de una entidad autorizada en la comercialización.

La cuestión de mayor relevancia práctica en el diseño de la operación consiste en la distinción, frecuentemente omitida en la presentación comercial de operaciones de tokenización, entre tres funciones que comercialmente parecen una sola: **(a) la función de entidad responsable de la**

inscripción y registro; (b) la asistencia técnica y operativa al emisor en la configuración y ejecución de la emisión; y (c) la colocación y distribución de los valores entre inversores. Se trata de tres funciones jurídicamente distintas, con regímenes de responsabilidad, obligaciones y contrapartes diferentes, que pueden o no concurrir en una misma entidad, pero que en ningún caso deben confundirse.

La función de ERIR es una función registral: la entidad asume la responsabilidad de la inscripción y registro de los valores representados mediante el sistema basado en TRD, de la llevanza del registro, de la práctica de los asientos y de la custodia del documento de emisión. Es una función que se presta al emisor y respecto del sistema, no a los inversores en cuanto clientes de servicios de inversión. La asistencia al emisor comprende el conjunto de servicios técnicos, operativos y de coordinación necesarios para configurar la emisión, el contrato inteligente, los procedimientos de alta de inversores y la documentación de la operación. La colocación y distribución, por el contrario, es el servicio de inversión consistente en dirigirse a inversores, presentarles la oportunidad, recabar su interés y canalizar sus órdenes de suscripción, con el conjunto de obligaciones MiFID II que ello comporta.

La condición de ERIR no sustituye al distribuidor ni implica, por sí sola, que la entidad ejecute o asuma el proceso de colocación. URSUS-3 Capital A.V., S.A., en cuanto agencia de valores inscrita en los registros de la CNMV, está habilitada para prestar servicios de inversión y podría, en su caso, asumir funciones de colocación o de recepción y transmisión de órdenes; pero tal asunción debe resultar de una estipulación contractual expresa y no puede presumirse de su designación como ERIR. La ausencia de claridad en este punto genera un riesgo específico y grave: que la emisión se comercialice de facto sin que ninguna entidad autorizada asuma efectivamente las obligaciones de comercialización, con el consiguiente riesgo de infracción y de responsabilidad para el emisor y sus administradores.

Debe, por tanto, determinarse contractualmente y de forma inequívoca, antes del inicio de cualquier actividad de comercialización: quién distribuye los valores; quién mantiene la relación MiFID con el inversor y asume, en consecuencia, las obligaciones de clasificación de clientes, evaluación de idoneidad o conveniencia, información precontractual y gestión de conflictos de interés; quién realiza los controles de comercialización y la validación del material informativo; quién practica los procedimientos de diligencia debida en materia de prevención del blanqueo de capitales; y quién conserva la documentación acreditativa del cumplimiento de todas estas obligaciones.

Tabla 3. Delimitación de funciones y responsabilidades en el proceso de emisión y distribución

Función	Contenido	Sujeto habilitado	Riesgo de confusión
Emisión	Acuerdo de aumento de capital; elaboración y depósito del documento de emisión; elevación a público e inscripción registral	KELPA, S.A. (emisor), con asesoramiento jurídico	Asumir que la ERIR asume responsabilidad sobre el contenido sustantivo de la emisión o sobre las proyecciones
Inscripción y registro (ERIR)	Llevanza del registro de valores en el sistema basado en TRD; práctica de asientos; custodia del documento de emisión; certificaciones de legitimación	Entidad regulada designada como ERIR (URSUS-3 Capital A.V., S.A., sujeto a confirmación de alcance contractual)	Presentar a la ERIR como entidad que «autoriza», «supervisa» o «valida» la emisión, o como mercado
Asistencia técnica al emisor	Configuración del contrato inteligente; integración operativa; soporte al proceso	Proveedor tecnológico y/o la propia ERIR, según contrato	Confundir el soporte operativo con la prestación de servicios de inversión a los inversores

Función	Contenido	Sujeto habilitado	Riesgo de confusión
	de alta de inversores; coordinación		
Colocación y distribución	Contacto con inversores; presentación de la oportunidad; recepción de órdenes; cumplimiento de obligaciones MiFID II	Empresa de servicios de inversión autorizada o entidad de crédito habilitada	Comercialización de facto sin entidad autorizada que asuma las obligaciones; publicidad al público sin intervención del artículo 36 LMVSI
Asesoramiento en materia de inversión	Recomendación personalizada de suscripción a un cliente concreto	Entidad autorizada para prestar el servicio de asesoramiento	Prestación inadvertida de asesoramiento por el emisor o por intermediarios no autorizados
Custodia y administración	Guarda de instrumentos financieros por cuenta de clientes; gestión de claves	Entidad autorizada para la prestación del servicio auxiliar de custodia	Asumir que el registro en el sistema TRD equivale a custodia regulada, o que su ausencia es irrelevante

6.2. Gobierno de producto y mercado objetivo

El régimen de gobierno de producto, recogido en el artículo 16.3 y en el artículo 24.2 de MiFID II y desarrollado por la Directiva Delegada (UE) 2017/593 y por las correspondientes directrices de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante, «ESMA»), impone obligaciones diferenciadas al fabricante del producto y al distribuidor. En la operación proyectada, la determinación de quién asume la condición de fabricante requiere un análisis específico: cuando una empresa de servicios de inversión participa de forma material en el diseño y configuración del instrumento, puede asumir la condición de fabricante; cuando se limita a distribuir un instrumento diseñado por un tercero no sujeto a MiFID II, asume la condición de distribuidor, con la obligación adicional de obtener información suficiente sobre el producto y de definir por sí misma el mercado objetivo cuando el fabricante no esté sujeto al régimen.

Las obligaciones del fabricante comprenden, en síntesis: mantener, aplicar y revisar un procedimiento de aprobación de productos; identificar para cada instrumento un mercado objetivo de clientes finales, con el nivel de granularidad adecuado; evaluar los riesgos pertinentes para dicho mercado objetivo; asegurar que la estrategia de distribución prevista resulta coherente con el mercado objetivo identificado; adoptar medidas razonables para que el instrumento se distribuya al mercado objetivo definido; revisar periódicamente los instrumentos, considerando cualquier evento que pudiera afectar materialmente al riesgo potencial para el mercado objetivo; y facilitar a los distribuidores toda la información adecuada sobre el instrumento, el procedimiento de aprobación, el mercado objetivo y la estrategia de distribución.

Las obligaciones del distribuidor comprenden: disponer de mecanismos adecuados de gobierno de producto; obtener del fabricante la información necesaria para comprender el instrumento; identificar el mercado objetivo efectivo de sus clientes, afinando el mercado objetivo definido por el fabricante; asegurar la coherencia entre el instrumento y las necesidades, características y objetivos del cliente; revisar periódicamente los instrumentos distribuidos; e informar al fabricante sobre las ventas realizadas y, en particular, sobre las ventas realizadas fuera del mercado objetivo, de modo que el fabricante pueda incorporar dicha información a su proceso de revisión.

En el caso de KELPA, S.A., la definición del mercado objetivo reviste especial importancia por el carácter marcadamente ilíquido, concentrado y de riesgo elevado del instrumento, y por el riesgo de que la narrativa tecnológica asociada a la tokenización atraiga a perfiles de inversor estructuralmente inadecuados. La definición debe articularse conforme a las cinco categorías establecidas por ESMA, con determinación expresa tanto del mercado objetivo positivo como del mercado objetivo negativo.

Tabla 4. Mercado objetivo conforme a las cinco categorías ESMA

Categoría	Mercado objetivo positivo	Mercado objetivo negativo
Tipo de cliente	Clientes profesionales y contrapartes elegibles. Clientes minoristas únicamente cuando dispongan de patrimonio y experiencia acreditados, y siempre previa evaluación reforzada documentada. Inversores cualificados a efectos del Reglamento (UE) 2017/1129 cuando se opere bajo dicha exención.	Cliente minorista sin experiencia previa en capital riesgo o en inversión en sociedades no cotizadas. Cliente minorista cuyo patrimonio financiero disponible no permita afrontar la pérdida íntegra del importe invertido. Cliente que acceda a la oferta atraído principalmente por el componente tecnológico o por la temática del activo subyacente.
Conocimientos y experiencia	Inversores con conocimiento y experiencia en private equity, growth equity y development equity; comprensión de los riesgos de construcción, puesta en marcha y ramp-up operativo; comprensión de la valoración de activos privados; comprensión del efecto del apalancamiento a nivel de proyecto; comprensión del riesgo de tipo de cambio GBP/EUR; comprensión de la naturaleza y limitaciones de la representación mediante TRD.	Inversores sin conocimiento del funcionamiento de las sociedades no cotizadas ni de los instrumentos de capital. Inversores que interpreten la representación mediante TRD como equivalente a liquidez bursátil o que asimilen las acciones tokenizadas a criptoactivos negociables. Inversores sin comprensión del concepto de pérdida total.
Situación financiera y capacidad de soportar pérdidas	Inversores con capacidad acreditada para soportar la pérdida total del capital invertido sin afectación de su situación financiera; inversores para los que la inversión represente una fracción limitada de su patrimonio financiero total; inversores sin necesidad de liquidez periódica procedente de esta inversión.	Inversores que no puedan soportar pérdida alguna o cuya capacidad de pérdida sea limitada. Inversores que destinen a la operación una proporción significativa de su patrimonio. Inversores que requieran rentas periódicas, reembolso programado o disponibilidad del capital en el corto o medio plazo.
Tolerancia al riesgo	Alta tolerancia al riesgo. Aceptación expresa de la volatilidad de la valoración, de la ausencia de precios observables, del riesgo de ejecución de los proyectos y de la incertidumbre sobre el calendario y la existencia misma de una salida.	Perfil conservador o moderado. Objetivo de preservación del capital. Baja tolerancia a pérdidas. Expectativa de rentabilidad garantizada, de dividendo mínimo o de rentas aseguradas por el sponsor.
Objetivos y necesidades	Objetivo de crecimiento del capital a medio y largo plazo (horizonte igual o superior a cinco a siete años, sin fecha cierta de desinversión); diversificación mediante exposición a activos reales de ocio y hospitality en fase de desarrollo; aceptación de un perfil de retorno concentrado en el evento de salida.	Objetivo de obtención de ingresos periódicos. Horizonte temporal corto. Necesidad de disponibilidad del capital. Objetivo de preservación del poder adquisitivo con riesgo limitado. Finalidad especulativa de corto plazo basada en la expectativa de negociación del token.

La estrategia de distribución debe ser coherente con el mercado objetivo definido: se recomienda distribución mediante asesoramiento o, cuando menos, mediante un canal que permita la evaluación individualizada del inversor, y se desaconseja expresamente la distribución mediante canales de acceso masivo, campañas en medios generalistas o plataformas de acceso indiscriminado.

6.3. Clasificación de clientes

MiFID II establece tres categorías de clientes, con regímenes de protección decrecientes: cliente minorista, cliente profesional y contraparte elegible. La clasificación determina el alcance de las obligaciones de información, de evaluación y de actuación en el mejor interés del cliente que recaen sobre la entidad que presta el servicio, y debe realizarse, documentarse y comunicarse al cliente con anterioridad a la prestación del servicio.

- Cliente minorista: categoría residual que agrupa a quienes no sean clientes profesionales ni contrapartes elegibles. Goza del máximo nivel de protección: información más detallada, advertencias reforzadas, evaluación de idoneidad o conveniencia en los términos más exigentes y acceso a los mecanismos de resolución de reclamaciones.
- Cliente profesional de pleno derecho: entidades autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros, grandes empresas que cumplan al menos dos de los tres requisitos de tamaño establecidos normativamente (total del balance, volumen de negocio neto y fondos propios), gobiernos, organismos públicos, bancos centrales, organismos internacionales e inversores institucionales cuya actividad principal sea invertir en instrumentos financieros.
- Cliente profesional a petición: cliente minorista que solicita expresamente y por escrito ser tratado como profesional, y respecto del cual la entidad verifica el cumplimiento de al menos dos de los tres criterios cuantitativos y cualitativos establecidos (frecuencia y volumen de operaciones en el mercado relevante, dimensión de la cartera de instrumentos financieros y efectivo, y experiencia profesional en el sector financiero), tras evaluar la competencia, experiencia y conocimientos del cliente y advertirle por escrito de las protecciones que pierde. La renuncia exige declaración separada del cliente en la que manifieste ser consciente de las consecuencias.
- Contraparte elegible: subcategoría de cliente profesional, integrada por determinadas entidades financieras y organismos públicos, respecto de la cual se exceptúan determinadas obligaciones de conducta en relación con servicios concretos, sin que ello excluya la obligación general de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad ni la de proporcionar información imparcial, clara y no engañosa.

Reviste especial importancia subrayar la **relación —y no identidad—** entre el concepto de «cliente profesional» a efectos de MiFID II y el de «inversor cualificado» a efectos del Reglamento (UE) 2017/1129 sobre el folleto. El Reglamento de Folletos remite su definición de inversor cualificado a las personas o entidades contempladas como clientes profesionales o contrapartes elegibles conforme a MiFID II, lo que determina un amplio solapamiento. Sin embargo, los conceptos no son intercambiables ni cumplen la misma función: la clasificación MiFID opera en el ámbito de la relación entre la entidad prestadora del servicio y su cliente, y determina el régimen de protección aplicable a dicha relación; la condición de inversor cualificado opera en el ámbito de la oferta pública, y determina la aplicabilidad de una exención a la obligación de publicar folleto. Un mismo sujeto puede ser cliente profesional a petición a efectos MiFID y, simultáneamente, computar como inversor cualificado a efectos de la exención, pero la acreditación debe realizarse de forma autónoma y documentada para cada finalidad.

Desde la perspectiva de la gestión del riesgo, la recomendación es inequívoca: debe constituirse, con anterioridad al inicio de la comercialización, un expediente individualizado por inversor que contenga, como mínimo, la clasificación MiFID asignada y su justificación; en su caso, la solicitud de tratamiento como profesional, la verificación de los criterios y la advertencia de pérdida de protecciones, todo ello debidamente firmado; la acreditación documental de la condición de inversor

cualificado a efectos del Reglamento de Folletos cuando se opere bajo dicha exención; el resultado de la evaluación de idoneidad o conveniencia; la constancia de entrega y recepción de la documentación informativa y de las advertencias; y la documentación de diligencia debida en materia de prevención del blanqueo de capitales. La carga de la prueba del cumplimiento recae sobre la entidad, por lo que la calidad y completitud del expediente constituye el principal mitigante frente a reclamaciones futuras.

6.4. Evaluación de idoneidad y conveniencia

El alcance de la evaluación exigible depende del servicio efectivamente prestado. Cuando se preste asesoramiento en materia de inversión o gestión discrecional de carteras, la entidad deberá realizar una evaluación de idoneidad, recabando información sobre los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, sobre su situación financiera —incluida su capacidad para soportar pérdidas— y sobre sus objetivos de inversión —incluida su tolerancia al riesgo y, conforme a la normativa vigente, sus preferencias de sostenibilidad—, de modo que pueda recomendar los servicios e instrumentos que resulten idóneos. Cuando no se preste asesoramiento ni gestión, y el servicio consista en la recepción y transmisión o ejecución de órdenes, la entidad deberá realizar una evaluación de conveniencia, limitada a los conocimientos y experiencia del cliente, advirtiéndole cuando el producto no resulte conveniente o cuando la información facilitada sea insuficiente.

La normativa contempla la posibilidad de prestar servicios de mera ejecución o recepción y transmisión de órdenes sin evaluación de conveniencia cuando concurran determinados requisitos acumulativos, entre ellos que el servicio se refiera a instrumentos financieros no complejos, que se preste a iniciativa del cliente, que se advierta al cliente de que la entidad no está obligada a evaluar la conveniencia y que la entidad cumpla sus obligaciones en materia de conflictos de interés.

Debe advertirse de forma expresa y terminante que no cabe asumir que unas acciones privadas representadas mediante TRD constituyan instrumentos financieros no complejos ni resulten aptas para la modalidad de mera ejecución. Entre los requisitos que la normativa exige para calificar un instrumento como no complejo figuran la existencia de posibilidades frecuentes de venta, reembolso u obtención de su valor a precios públicamente disponibles para los participantes en el mercado, que sean precios de mercado o precios ofrecidos o validados por sistemas de evaluación independientes del emisor, así como la disponibilidad pública de información comprensiva y suficientemente comprensible sobre las características del instrumento. En el caso proyectado no concurren tales circunstancias: no existen posibilidades frecuentes de venta o reembolso, dado que no hay mercado secundario y las transmisiones requieren negociación bilateral y autorización; no existen precios públicos observables ni validados por sistemas de evaluación independientes del emisor; y la información disponible procede esencialmente del propio emisor y del sponsor. A ello se añaden las restricciones estatutarias y contractuales a la disposición y la ausencia de derecho de reembolso.

La conclusión práctica, adoptando la posición conservadora que se recomienda a lo largo del presente informe, es que la distribución debe articularse, como mínimo, con evaluación de conveniencia documentada y, preferentemente, mediante asesoramiento con evaluación de idoneidad, descartándose expresamente cualquier modalidad de comercialización sin evaluación. Se recomienda asimismo que, cuando el destinatario sea un cliente minorista, se recaben advertencias específicas firmadas sobre iliquidez, ausencia de precios observables, posibilidad de pérdida total y ausencia de supervisión de la emisión por la CNMV, y que se documente el resultado del test con especial atención a las respuestas que revelen una comprensión deficiente del instrumento.

6.5. Reglamento PRIIPs: análisis sobre la procedencia de documento de datos fundamentales

El Reglamento (UE) 1286/2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, impone la elaboración y entrega de un documento de datos fundamentales (en adelante, «KID») con carácter previo a la comercialización de un producto empaquetado entre inversores minoristas. La definición de producto de inversión minorista empaquetado atiende a que el importe reembolsable al inversor minorista esté sujeto a fluctuaciones debidas a la exposición a valores de referencia o al rendimiento de uno o varios activos que el inversor minorista no adquiriera directamente.

Las acciones ordinarias que confieren una participación directa en el capital de una sociedad y que se sitúan *pari passu* con el resto de acciones de la misma clase no se consideran, conforme al criterio generalmente aceptado, productos empaquetados, por cuanto el inversor adquiere directamente el activo y no existe intermediación de una estructura que modifique el perfil de rendimiento. Bajo esta premisa, y en la medida en que la emisión proyectada consista efectivamente en acciones ordinarias de KELPA, S.A., *pari passu* con las restantes acciones de su clase, sin derechos económicos estructurados, sin garantías de rendimiento y sin interposición de vehículo alguno entre el inversor y el capital del emisor, el riesgo de exigibilidad de KID resulta moderado.

Dicho riesgo aumenta sustancialmente, no obstante, en cualquiera de los siguientes escenarios, que deben por ello analizarse con especial cuidado antes de adoptar decisión alguna sobre la estructura: la interposición de un vehículo de propósito especial entre el inversor y el capital de KELPA, S.A., de modo que el inversor adquiriera participaciones de dicho vehículo y no acciones del emisor; la configuración de la clase de acciones con un perfil de rendimiento estructurado —preferencia de liquidación con múltiplo, retorno preferente, waterfall de distribución, mecanismos de ajuste o antidilución con efecto económico, u opciones de recompra a precio predeterminado—; la articulación de la inversión a través de instrumentos convertibles o híbridos; y, en general, cualquier configuración en la que el importe reembolsable al inversor dependa del rendimiento de activos que no adquiere directamente.

La posición conservadora que se recomienda consiste en **elaborar y documentar un memorándum específico de calificación PRIIPs con anterioridad a cualquier actividad de distribución dirigida a inversores minoristas**, en el que se analice la estructura definitiva del instrumento a la luz de los criterios reglamentarios y de las orientaciones disponibles, y se concluya motivadamente sobre la exigibilidad o no del KID. Dicho memorándum debe conservarse como parte del expediente de la operación. Adicionalmente, y aun en el supuesto de que se concluya la no exigibilidad del KID, se recomienda valorar la elaboración voluntaria de un documento informativo breve, estructurado conforme a una lógica similar —naturaleza del producto, perfil de riesgo, escenarios, costes, horizonte de mantenimiento recomendado y vías de reclamación—, redactado en términos deliberadamente conservadores. Tal documento constituye un mitigante reputacional y probatorio de primer orden frente a eventuales reclamaciones por comercialización inadecuada, sin que su elaboración voluntaria comporte reconocimiento alguno de la aplicabilidad del Reglamento.

6.6. Información precontractual, advertencias y conflictos de interés

El artículo 24 de MiFID II impone que toda la información dirigida a clientes o posibles clientes, incluidas las comunicaciones publicitarias, sea imparcial, clara y no engañosa, y que las comunicaciones publicitarias sean claramente identificables como tales. Esta obligación general se

proyecta con particular intensidad sobre la operación proyectada, en la que concurren tres factores de riesgo acumulativos: la presencia de proyecciones financieras de rentabilidad muy elevada elaboradas por el sponsor; el atractivo narrativo del activo subyacente y de la tecnología empleada; y la existencia de conflictos de interés estructurales derivados del esquema de remuneración del sponsor.

En cuanto a las proyecciones, debe reiterarse que las cifras contenidas en el material del sponsor —correspondientes al proyecto de Madrid, con una capex de 57,1 millones de euros, una inversión total de 69,1 millones de euros, ingresos estabilizados de 25,5 millones de euros, EBITDA de 10,5 millones de euros, precio de salida de 104,9 millones de euros, TIR del 42,2% y múltiplo de 3,1 veces; y al proyecto de Birmingham, con una capex de 38,2 millones de libras esterlinas, una inversión total de 51,3 millones de libras esterlinas, ingresos de 17,2 millones de libras esterlinas, EBITDA de 7,2 millones de libras esterlinas, precio de salida de 77,2 millones de libras esterlinas, TIR del 35,1% y múltiplo de 2,7 veces, con un agregado indicado del 36,6% de TIR y 2,8 veces de múltiplo— constituyen proyecciones del material del sponsor (Stoneweg Surf Parks, septiembre de 2025) y no retorno contractual, compromiso ni garantía de ningún tipo. Cualquier presentación de dichas cifras debe ir acompañada, de forma destacada y contigua, de la advertencia correspondiente, y no debe en ningún caso presentarse como retorno esperado del inversor entrante, por cuanto tales proyecciones se refieren al rendimiento de los proyectos a nivel de activo y no incorporan necesariamente el efecto de la estructura de capital, de las comisiones, de la dilución futura ni del momento de entrada del inversor.

Debe asimismo advertirse de la existencia de referencias temporales inconsistentes en el material del sponsor, incluida una fecha materialmente inexistente («31/09/2025»), circunstancia que exige una reconciliación íntegra del material con anterioridad a su circulación entre inversores. La circulación de documentación con errores manifiestos de esta naturaleza compromete la credibilidad del conjunto y puede ser invocada en una eventual reclamación como indicio de deficiencia en los controles de comercialización.

En materia de conflictos de interés, la estructura de remuneración del sponsor mencionada en su material —comisión de adquisición del 1%, comisión de desarrollo del 3%, comisión de gestión del 1% y comisión de éxito del 20% sobre un umbral de rentabilidad (hurdle) del 8%— debe revelarse con transparencia íntegra, incluyendo la base de cálculo de cada comisión, el momento de devengo, el sujeto que las percibe, su efecto acumulado sobre el retorno neto del inversor y su interacción con la cascada de distribución. La sola revelación de los porcentajes es insuficiente: debe facilitarse una ilustración del impacto agregado de las comisiones sobre el retorno, de modo que el inversor pueda comprender la diferencia entre el rendimiento bruto del activo y el rendimiento neto de su inversión.

Deben igualmente revelarse: las operaciones vinculadas entre el emisor, sus filiales, el sponsor y las entidades de su grupo, con identificación de su objeto, importe y condiciones, y acreditación de que se realizan en condiciones de mercado; el riesgo de dilución futura derivado de rondas de financiación posteriores, de la ausencia o exclusión del derecho de suscripción preferente y de eventuales instrumentos convertibles o planes de incentivos; y, con especial énfasis, el uso de fondos. En relación con este último extremo, debe analizarse y revelarse si los fondos captados mediante la emisión sustituyen, total o parcialmente, compromisos de aportación previamente asumidos por accionistas existentes, circunstancia que, de concurrir, constituye un conflicto de interés material que el inversor entrante debe conocer antes de adoptar su decisión. La omisión de esta información sería particularmente grave.

Finalmente, debe advertirse de forma destacada sobre el apalancamiento a nivel de proyecto —aproximadamente un 75% de loan to cost en Madrid, mediante financiación bancaria y préstamo participativo, y aproximadamente un 70% en Birmingham—, de modo que resulte imposible presentar

la operación como una inversión «sin deuda». El efecto del apalancamiento sobre el perfil de riesgo del capital es sustancial y debe explicarse expresamente, incluyendo el riesgo de que una desviación moderada en los ingresos o en los costes de construcción pueda traducirse en una pérdida significativa o total del valor del capital.

7. Prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo

La emisión y colocación de acciones tokenizadas de KELPA, S.A. se desarrolla en un entorno que concentra varios de los factores de riesgo que la normativa de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo (en adelante, «PBC/FT») identifica como relevantes: captación de fondos de una pluralidad de inversores, posible componente transfronterizo, empleo de tecnología de registro distribuido con direcciones susceptibles de ser percibidas como seudónimas, y proximidad narrativa al ecosistema de los criptoactivos. Aunque, como se expondrá, la calificación de las acciones como instrumentos financieros excluye la aplicación del régimen específico de los proveedores de servicios de criptoactivos, la gestión del riesgo PBC/FT debe abordarse con un estándar reforzado, tanto por imperativo normativo como por consideraciones de prudencia reputacional.

7.1. Marco normativo y condición de sujeto obligado

El marco aplicable viene constituido, esencialmente, por la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, y por su Reglamento de desarrollo, aprobado por el Real Decreto 304/2014, de 5 de mayo, en el contexto del acervo europeo en la materia y de las obligaciones derivadas del régimen de sanciones financieras internacionales. La Ley 10/2010 enumera de forma tasada las categorías de sujetos obligados, entre las que figuran las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, los proveedores de servicios de cambio de moneda virtual por moneda fiduciaria y de custodia de monederos electrónicos, y diversas categorías de profesionales.

La condición de sujeto obligado del emisor requiere un análisis cauteloso. KELPA, S.A. es una sociedad holding industrial que, en principio, no presta servicios financieros ni servicios relacionados con criptoactivos, y que no encaja de forma evidente en ninguna de las categorías tasadas de sujetos obligados por el mero hecho de emitir sus propias acciones. No obstante, la conclusión no es automática ni debe darse por sentada: deberá verificarse que la actividad efectiva del emisor y de sus filiales no comporta la realización de actividades que determinen su inclusión en alguna de las categorías legales, y deberá tenerse presente que la ausencia de condición formal de sujeto obligado no exime al emisor de las obligaciones derivadas del régimen de sanciones financieras internacionales, de aplicación general, ni de la diligencia exigible a cualquier operador para evitar su instrumentalización con fines ilícitos.

La posición conservadora que se recomienda es **asumir contractual y operativamente un estándar equivalente al de sujeto obligado**, con independencia de la calificación formal, implantando políticas y procedimientos de admisión de inversores, identificación, diligencia debida, conservación documental y detección de operaciones sospechosas, y documentando dicha decisión mediante un memorándum interno que exponga el análisis realizado y el estándar adoptado. Esta aproximación mitiga el riesgo regulatorio, satisface las exigencias que previsiblemente formularán las entidades de crédito y los intermediarios financieros que intervengan en la operación, y constituye un elemento de seguridad para el propio emisor.

Por el contrario, no ofrece duda la condición de sujeto obligado de la ERIR, en cuanto entidad regulada sujeta a supervisión de la CNMV, ni la de la entidad que preste servicios de inversión en relación con la colocación o la recepción y transmisión de órdenes, ni la de los distribuidores que sean entidades financieras. Estas entidades estarán sujetas al conjunto de obligaciones de la Ley 10/2010, incluidas la designación de representante ante el Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias, la aprobación de un manual de prevención, la realización del examen externo anual y la formación del personal.

7.2. Medidas de diligencia debida

Las medidas de diligencia debida aplicables a cada inversor deben articularse conforme a un enfoque basado en el riesgo, previa elaboración de un análisis de riesgo específico de la operación que considere el tipo de cliente, el canal de distribución, la naturaleza del producto, el origen geográfico de los fondos y el importe. Las medidas normales de diligencia debida comprenden:

- Identificación formal del inversor. Obtención y verificación de la identidad mediante documento fehaciente: documento nacional de identidad, número de identidad de extranjero o pasaporte para personas físicas; escritura de constitución, estatutos vigentes, certificación del Registro Mercantil, número de identificación fiscal y acreditación de la representación para personas jurídicas. Cuando la identificación se realice por medios telemáticos, deberán emplearse procedimientos de identificación no presencial admitidos por la normativa y por el Servicio Ejecutivo, con conservación de la evidencia correspondiente.
- Identificación de la titularidad real. Determinación de las personas físicas que, en último término, posean o controlen, directa o indirectamente, un porcentaje superior al 25% del capital o de los derechos de voto de la persona jurídica inversora, o que por otros medios ejerzan el control; subsidiariamente, identificación de los administradores o responsables de la dirección. Verificación mediante declaración responsable, documentación societaria, consulta al Registro Central de Titularidades Reales y, en estructuras complejas o fiduciarias, acreditación documental de la cadena completa de titularidad.
- Propósito e índole prevista de la relación de negocios. Obtención de información sobre la finalidad de la inversión, el horizonte previsto, la actividad profesional o empresarial del inversor y la coherencia entre el importe invertido y su perfil patrimonial declarado.
- Seguimiento continuo de la relación de negocios. Escrutinio de las operaciones realizadas a lo largo de la relación a fin de verificar su coherencia con el conocimiento que se tiene del inversor, y actualización periódica de la documentación, con periodicidad determinada en función del nivel de riesgo asignado.
- Medidas reforzadas de diligencia debida. Aplicación obligatoria en supuestos de riesgo más elevado: inversores no residentes, estructuras societarias complejas o con presencia de elementos fiduciarios, operaciones de importe elevado, relaciones no presenciales que no cumplan los requisitos de los procedimientos admitidos, y cualquier otro supuesto que el análisis de riesgo identifique. Las medidas reforzadas comprenden, entre otras, la obtención de información adicional sobre el inversor y la titularidad real, la aprobación de la relación por la alta dirección y el seguimiento intensificado.
- Personas con responsabilidad pública (PEP). Aplicación de procedimientos de determinación de la condición de PEP, de sus familiares y allegados, tanto nacionales como extranjeros; cuando concurra dicha condición, autorización de la relación por la alta dirección, adopción

de medidas adecuadas para determinar el origen del patrimonio y de los fondos, y seguimiento reforzado y continuo.

- Países y jurisdicciones de alto riesgo. Aplicación de medidas reforzadas respecto de inversores residentes o con vínculos relevantes en terceros países de alto riesgo identificados por la Comisión Europea o por el Grupo de Acción Financiera Internacional, y, en su caso, decisión de no admitir la suscripción.
- Origen de los fondos y del patrimonio. Acreditación documental del origen de los fondos empleados en la suscripción (nóminas, declaraciones tributarias, escrituras de transmisión, documentación de distribución de dividendos, contratos de venta de participaciones) y, en supuestos de riesgo elevado, del origen del patrimonio global del inversor. Este control resulta particularmente relevante en una operación de ticket elevado y resulta exigible con carácter previo a la aceptación de la suscripción.
- Listas de sanciones y medidas restrictivas. Cribado sistemático de inversores, titulares reales, representantes y, en su caso, contrapartes, frente a las listas de sanciones de la Unión Europea, de las Naciones Unidas y de la Oficina de Control de Activos Extranjeros del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (OFAC), así como frente a listas de personas con responsabilidad pública y de medios adversos, con repetición periódica del cribado durante toda la vigencia de la relación.
- Conservación de documentación. Conservación durante el plazo legalmente establecido —diez años— de copia de los documentos de identificación, de la documentación acreditativa de la diligencia debida, de los registros de las operaciones y de los análisis realizados, en soportes que garanticen su integridad, disponibilidad y la trazabilidad de los accesos.

7.3. Especificidades del entorno de tecnología de registros distribuidos

El empleo de un sistema basado en TRD introduce especificidades que deben abordarse expresamente en las políticas y procedimientos de la operación. La primera y principal es la relación entre la identificación del titular y la aparente seudonimia de las direcciones registrales. Debe quedar establecido, sin margen de ambigüedad, que el registro de valores no admite titulares no identificados: toda dirección inscrita en el sistema debe estar asociada de forma inequívoca a un titular plenamente identificado conforme a los procedimientos de diligencia debida, y la ERIR debe mantener la correspondencia entre dirección y titular. La seudonimia, característica de determinados entornos de registro distribuido público, resulta sencillamente incompatible con el régimen de acciones nominativas de una sociedad anónima española y con las obligaciones PBC/FT.

De lo anterior se deriva la prohibición absoluta de admitir monederos o direcciones no verificados. El sistema debe operar necesariamente mediante un régimen de direcciones autorizadas, de modo que ninguna transferencia pueda registrarse en favor de una dirección que no haya sido previamente dada de alta tras la superación de los procedimientos de identificación y diligencia debida del titular correspondiente. La funcionalidad de lista blanca no es, por tanto, una opción de diseño: constituye un requisito de cumplimiento normativo.

Como contrapartida, el entorno TRD aporta una ventaja sustancial en materia de trazabilidad: la totalidad de los movimientos registrales queda registrada de forma íntegra, secuencial e inalterable, lo que facilita notablemente el seguimiento continuo de la relación de negocios, la reconstrucción de la cadena de titularidades y la atención de requerimientos de autoridades competentes. Esta capacidad debe explotarse mediante la implantación de alertas automatizadas sobre patrones de transmisión inusuales y mediante la conciliación periódica entre el registro y los expedientes de diligencia debida.

Especial atención merece el riesgo asociado a fondos de origen cripto. Cuando un inversor manifieste que los fondos destinados a la suscripción proceden, directa o indirectamente, de la realización de criptoactivos, el riesgo PBC/FT se eleva significativamente y resulta exigible un análisis reforzado que comprenda la acreditación documental de la adquisición original de los criptoactivos, el historial de su tenencia, la plataforma a través de la cual se produjo la conversión a dinero fiduciario —que deberá ser un proveedor autorizado y sujeto a supervisión en la Unión Europea o en jurisdicción equivalente—, y, cuando proceda, un análisis de cadena (blockchain analytics) realizado por proveedor especializado que descarte la vinculación de los fondos con direcciones asociadas a actividades ilícitas, mercados ilegales, servicios de mezcla o jurisdicciones sancionadas.

Resulta asimismo de aplicación el Reglamento (UE) 2023/1113, relativo a la información que acompaña a las transferencias de fondos y de determinados criptoactivos, que extiende al ámbito de los criptoactivos la denominada regla del viaje, exigiendo que las transferencias vayan acompañadas de información sobre el ordenante y el beneficiario. Igualmente debe considerarse la interacción con el Reglamento (UE) 2023/1114 (MiCA) en el supuesto de que en la operación intervengan proveedores de servicios de criptoactivos, por ejemplo, en la conversión de criptoactivos a dinero fiduciario previa a la suscripción: aunque las acciones tokenizadas quedan excluidas del ámbito de MiCA por su condición de instrumentos financieros, la intervención de tales proveedores en la cadena de fondos activa el régimen que les resulta propio y debe verificarse su autorización y su sujeción a supervisión.

La posición conservadora que se recomienda, y que debe incorporarse como regla expresa en los términos y condiciones de la oferta y en el formulario de suscripción, es la siguiente: **la suscripción y el desembolso de las acciones se realizarán exclusivamente en dinero fiduciario, mediante transferencia bancaria ordenada desde una cuenta abierta a nombre del propio suscriptor en una entidad de crédito domiciliada en el Espacio Económico Europeo o en una jurisdicción con régimen equivalente de prevención del blanqueo de capitales; no se aceptarán criptoactivos como contraprestación, ni pagos en efectivo, ni transferencias ordenadas por terceros distintos del suscriptor.** Esta regla elimina de raíz una parte sustancial del riesgo PBC/FT, simplifica la acreditación del origen de los fondos, evita la activación del régimen de proveedores de servicios de criptoactivos en sede del emisor y resulta coherente con la posición de que la operación es una emisión de instrumentos financieros y no una operación del ecosistema cripto. Debe advertirse, además, que la aceptación de criptoactivos como contraprestación de una aportación dineraria plantearía cuestiones adicionales de Derecho de sociedades, en la medida en que podría recalificar la aportación como no dineraria, con las consiguientes exigencias de informe de experto independiente o del régimen alternativo previsto en la Ley de Sociedades de Capital.

7.4. Articulación contractual y reparto de responsabilidades

El cumplimiento efectivo de las obligaciones PBC/FT exige su traslación precisa a la documentación contractual de la operación. Se recomienda que los términos y condiciones de la oferta, el formulario de suscripción, el contrato con la ERIR y el eventual contrato de colocación contemplen, como mínimo, las siguientes previsiones:

- Procedimiento de alta (onboarding). Descripción del procedimiento de identificación y diligencia debida, de la documentación exigible, del canal de aportación y de los plazos, con indicación expresa de que no se admitirá suscripción alguna hasta la finalización satisfactoria del procedimiento.

- **Facultad de rechazo.** Reconocimiento expreso de la facultad del emisor y de las entidades intervinientes de rechazar, discrecionalmente y sin necesidad de motivación frente al solicitante, cualquier solicitud de suscripción, así como de no admitir una transmisión posterior, cuando no se superen los procedimientos de diligencia debida o cuando concurra cualquier circunstancia que, a su juicio, comporte un riesgo PBC/FT, de sanciones o reputacional.
- **Obligación de actualización y colaboración.** Obligación del inversor de mantener actualizada la información facilitada, de comunicar cualquier modificación relevante —en particular, cambios en la titularidad real, en la residencia fiscal o en su condición de persona con responsabilidad pública— y de atender los requerimientos de información que se le dirijan en el marco del seguimiento continuo.
- **Consecuencias del incumplimiento.** Régimen aplicable en caso de incumplimiento de las obligaciones anteriores, incluyendo el bloqueo registral de las acciones, la suspensión del pago de dividendos y de otros derechos económicos, la suspensión del ejercicio de los derechos políticos en la medida legalmente admisible, y, en su caso, la comunicación a las autoridades competentes, con la advertencia expresa de que la normativa prohíbe la revelación al interesado de las comunicaciones por indicio efectuadas.
- **Prohibición de revelación y protección de datos.** Previsión del deber de confidencialidad respecto de los análisis y comunicaciones realizados, y de la base jurídica del tratamiento de los datos personales, que es el cumplimiento de una obligación legal.
- **Delimitación de responsabilidades.** Asignación expresa, entre emisor, ERIR y distribuidor, de las funciones de identificación, diligencia debida, cribado de sanciones, seguimiento continuo, conservación documental y comunicación a las autoridades, evitando tanto duplicidades innecesarias como, sobre todo, lagunas de cumplimiento. Debe preverse el flujo de información entre las partes y el derecho de cada una a verificar el cumplimiento por las demás.

Tabla 5. Reparto de responsabilidades en materia de PBC/FT

Obligación	Emisor (KELPA, S.A.)	ERIR	Distribuidor / ESI	Observaciones
Análisis de riesgo de la operación	Responsable principal; aprobación por el órgano de administración	Análisis propio conforme a su manual de prevención	Análisis propio del canal de distribución	Debe existir un documento único de análisis de riesgo de la operación, complementado por los análisis internos de cada entidad
Identificación formal del inversor	Supervisa y exige evidencia	Verifica antes del alta de la dirección en el registro	Ejecuta en el momento del alta del cliente	Debe evitarse la duplicidad mediante acuerdos de intercambio de evidencia, sin dilución de responsabilidad
Titularidad real	Exige evidencia y la conserva	Verifica coherencia con el	Ejecuta la identificación y verificación	Consulta al Registro Central de Titularidades

Obligación	Emisor (KELPA, S.A.)	ERIR	Distribuidor / ESI	Observaciones
		registro de titulares		Reales y acreditación de cadenas societarias complejas
Cribado de listas de sanciones	Cribado propio con carácter previo a la admisión	Cribado en el alta y de forma periódica	Cribado en el alta y de forma periódica	Cribado recurrente frente a listas UE, ONU y OFAC durante toda la vigencia de la relación
Origen de fondos y patrimonio	Fija el estándar exigible y lo impone contractualmente	Verifica que conste la evidencia antes de practicar el asiento	Recaba y analiza la documentación	Especialmente reforzado en tickets elevados y fondos de origen cripto
Seguimiento continuo	Define la política y revisa su aplicación	Monitoriza los movimientos registrales y genera alertas	Monitoriza la relación con el cliente	Aprovechamiento de la trazabilidad inherente al registro basado en TRD
Comunicación por indicio al SEPBLAC	Conforme al estándar asumido; en todo caso, traslado inmediato a las entidades obligadas	Obligación propia como sujeto obligado	Obligación propia como sujeto obligado	Deber de abstención de revelación al interesado; conservación del expediente del análisis
Conservación documental	Diez años; soporte íntegro y trazable	Diez años respecto de los asientos y expedientes	Diez años respecto del expediente del cliente	Deben preverse protocolos de acceso recíproco y de entrega en caso de terminación del contrato
Bloqueo registral por incumplimiento	Instruye el bloqueo conforme a los términos y condiciones	Ejecuta el bloqueo técnico en el sistema	Comunica la incidencia y suspende la relación	Requiere funcionalidad técnica de bloqueo prevista en las reglas de funcionamiento del sistema

8. Régimen fiscal español

ADVERTENCIA PRELIMINAR. El análisis fiscal que se contiene en el presente apartado tiene carácter estrictamente orientativo, general y no exhaustivo. Se formula por referencia a la normativa tributaria española vigente a la fecha del presente informe y a la interpretación administrativa y jurisprudencial disponible, y queda sujeto en su integridad a confirmación mediante un análisis fiscal específico que considere la estructura definitiva de la operación, los datos definitivos del emisor y de sus filiales y las circunstancias particulares de cada inversor. El presente apartado no constituye asesoramiento fiscal ni puede ser invocado como tal. Cada

inversor debe consultar a sus propios asesores fiscales con carácter previo a la suscripción. No se analiza en el presente informe, salvo mención general, la fiscalidad aplicable a inversores no residentes en territorio español, ni la de inversores sujetos a regímenes fiscales especiales (instituciones de inversión colectiva, entidades de capital riesgo, fondos de pensiones, entidades aseguradoras, SOCIMI, entidades parcialmente exentas, entidades acogidas a regímenes forales o a regímenes de consolidación fiscal), ni la incidencia de la normativa foral del País Vasco y de Navarra ni de las especialidades autonómicas en los tributos cedidos.

8.1. Imposición indirecta de la emisión

El aumento de capital que ha de instrumentar la emisión constituye una operación sujeta a la modalidad de operaciones societarias del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (en adelante, «ITP y AJD»), regulado por el Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre. No obstante, el artículo 45.I.B).11 del texto refundido declara exentas, entre otras operaciones, la constitución de sociedades, el aumento de capital, las aportaciones que efectúen los socios que no supongan aumento de capital y el traslado a España de la sede de dirección efectiva o del domicilio social de una sociedad cuando ni una ni otro estuviesen previamente situados en un Estado miembro de la Unión Europea. En consecuencia, y sin perjuicio de la confirmación que deberá realizarse a la vista de la operación definitiva, el aumento de capital proyectado resultaría exento de la modalidad de operaciones societarias, lo que no exime de la obligación de presentar la correspondiente autoliquidación con solicitud de aplicación de la exención.

La exención alcanza igualmente a la prima de emisión, que forma parte de la base imponible teórica de la modalidad de operaciones societarias en los aumentos de capital y que, por aplicación de la exención, no determina tributación efectiva.

En cuanto a la cuota gradual de la modalidad de actos jurídicos documentados, documentos notariales, debe recordarse que su exigibilidad requiere la concurrencia de los requisitos de primera copia de escritura notarial, objeto valuable, acto inscribible en los Registros de la Propiedad, Mercantil, de la Propiedad Industrial o de Bienes Muebles, y no sujeción a las modalidades de transmisiones patrimoniales onerosas ni de operaciones societarias ni al Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones. Al tratarse el aumento de capital de una operación sujeta —aunque exenta— a la modalidad de operaciones societarias, resulta incompatible con la cuota gradual de actos jurídicos documentados, que por tanto no se devengaría.

La transformación de KELPA, S.L. en sociedad anónima, presupuesto necesario de la operación por cuanto las participaciones de una sociedad de responsabilidad limitada no tienen la consideración de valores negociables, constituye igualmente una operación respecto de la cual debe analizarse su tratamiento. La transformación de sociedades no se encuentra incluida entre los hechos imposables de la modalidad de operaciones societarias, al no implicar por sí misma desplazamiento patrimonial ni aumento del capital social, por lo que, con carácter general, no determinaría tributación por dicha modalidad; deberá no obstante verificarse el tratamiento a efectos de la cuota gradual de actos jurídicos documentados y la eventual sujeción si la transformación se acompañara de un aumento de capital o de modificaciones patrimoniales. Se recomienda que la operación de transformación y el aumento de capital se instrumenten y documenten de forma que quede clara su secuencia y su tratamiento fiscal respectivo.

Si la estructura definitiva de la operación comprendiera operaciones de reestructuración —fusión, escisión, aportación de activos o canje de valores—, debería analizarse la aplicación del régimen de no sujeción a la modalidad de operaciones societarias y de exención en las restantes modalidades

previsto para dichas operaciones, así como la aplicación del régimen especial de neutralidad fiscal del Capítulo VII del Título VII de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, cuya aplicación exige la concurrencia de motivos económicos válidos y está sujeta a la cláusula antiabuso específica.

Merece análisis diferenciado y especialmente cuidadoso la exención prevista en el artículo 314 de la LMVSI (heredera del anterior artículo 108 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores). Dicho precepto declara exenta del Impuesto sobre el Valor Añadido y del ITP y AJD la transmisión de valores, admitidos o no a negociación en un mercado secundario oficial. Sin embargo, incorpora una cláusula antielusión conforme a la cual quedan excluidas de la exención —y tributan por la modalidad de transmisiones patrimoniales onerosas como transmisiones de bienes inmuebles— aquellas transmisiones de valores no admitidos a negociación realizadas en el mercado secundario que pretendan eludir el pago de los tributos que habrían gravado la transmisión de los inmuebles propiedad de las entidades a las que representen dichos valores, presumiéndose, salvo prueba en contrario, la actuación elusiva cuando mediante la transmisión se obtenga el control de una entidad cuyo activo esté formado en al menos el 50% por inmuebles radicados en España que no estén afectos a actividades empresariales o profesionales, o cuando se obtenga el control de una entidad en cuyo activo se incluyan valores que permitan ejercer el control en otra entidad cuyo activo esté integrado al menos en un 50% por inmuebles radicados en España no afectos.

Este extremo reviste particular relevancia en el caso que nos ocupa, por cuanto **KELPA es una sociedad holding cuyo activo está integrado esencialmente por participaciones en sociedades titulares de proyectos de naturaleza inmobiliaria** —aproximadamente un 75% de Madrid Playa Surf, S.L., aproximadamente un 96% de Wave Park Holdings Ltd, titular a su vez de The Urban Surf Company Ltd, y el 100% de una sociedad operativa española—. Si bien la presunción legal exige el cumplimiento de requisitos específicos —entre ellos, la toma de control, la composición del activo por inmuebles situados en territorio español y, de forma determinante, el carácter no afecto de dichos inmuebles a actividades empresariales—, y si bien resulta razonablemente defendible que los activos de los proyectos de surf urbano, una vez en explotación, se encuentran afectos a una actividad económica de ocio y hospitality, lo cierto es que durante la fase de construcción y previa a la puesta en funcionamiento la calificación de afectación puede resultar discutible. Debe advertirse, además, que la emisión proyectada es un aumento de capital primario y no una transmisión de valores en el mercado secundario, por lo que la cláusula antielusión no resultaría en principio aplicable a la suscripción inicial; sí podría resultarlo, en cambio, a transmisiones posteriores entre inversores que comportaran la toma de control.

Este punto requiere un análisis fiscal específico, que deberá abordar: la composición detallada y valorada del activo consolidado e individual del emisor y de sus filiales; la calificación de los inmuebles como afectos o no afectos a actividades económicas en cada fase del proyecto; la incidencia de la localización en el Reino Unido de parte de los activos; el tratamiento de los derechos de concesión y de arrendamiento a largo plazo; y la delimitación del concepto de toma de control a efectos del precepto. Se recomienda igualmente que la documentación de la operación incorpore advertencias al inversor sobre la posible incidencia de este régimen en transmisiones futuras y, en su caso, una cláusula que obligue al transmitente a realizar el análisis previo y a asumir las consecuencias fiscales derivadas.

8.2. Tratamiento en sede del emisor

Desde la perspectiva del Impuesto sobre Sociedades, la aportación realizada por los suscriptores en concepto de capital social y de prima de emisión no constituye ingreso computable para el emisor. Se

trata de una aportación de los socios a los fondos propios, que no se integra en la base imponible del impuesto por no responder al concepto de renta sino de recurso propio. Contablemente, el valor nominal de las acciones emitidas se registra en la cuenta de capital social y el exceso del importe de emisión sobre el nominal se registra como prima de emisión, integrando ambos conceptos los fondos propios de la sociedad.

La prima de emisión constituye una partida de fondos propios de libre disposición, susceptible de ser aplicada a la compensación de pérdidas, a la ampliación de capital con cargo a reservas o a su distribución entre los socios conforme al régimen general de distribución de reservas disponibles, con las limitaciones que resulten de la existencia de pérdidas, del cumplimiento de la reserva legal y de las restricciones contractuales derivadas de la financiación de los proyectos. Debe advertirse que la distribución de prima de emisión, aunque no requiere la existencia de beneficio distribuable en el sentido estricto del artículo 273 LSC, se encuentra sujeta a las limitaciones generales en materia de integridad del capital social y a las eventuales restricciones impuestas por los contratos de financiación.

Los gastos directamente atribuibles a la emisión de acciones —honorarios de asesoramiento jurídico y financiero, honorarios de la ERIR vinculados al alta del sistema y a la configuración de la emisión, comisiones de colocación, costes notariales y registrales, y costes de desarrollo o auditoría del contrato inteligente— reciben, conforme a la normativa contable española, el tratamiento de menor importe de los fondos propios: se registran directamente contra el patrimonio neto, minorando la prima de emisión o, en su defecto, las reservas disponibles, y no se imputan a la cuenta de pérdidas y ganancias. A efectos fiscales, la Ley del Impuesto sobre Sociedades admite expresamente la deducibilidad de los gastos de emisión registrados contra fondos propios cuando se correspondan con operaciones de aumento de capital, mediante el correspondiente ajuste extracontable negativo, sin perjuicio de la necesidad de acreditar la correlación de los gastos con la operación y su efectividad. Debe no obstante distinguirse, dentro del conjunto de costes, entre los estrictamente atribuibles a la emisión y aquellos que correspondan a servicios recurrentes —señaladamente, las tarifas periódicas de mantenimiento del registro por la ERIR—, que tendrán la consideración de gasto corriente del ejercicio y serán deducibles conforme al régimen general, sujetos a los requisitos de inscripción contable, devengo, correlación con los ingresos y justificación documental.

A efectos del Impuesto sobre el Valor Añadido, los servicios prestados por asesores, por la ERIR y por eventuales colocadores deben analizarse individualizadamente, teniendo en cuenta que determinados servicios financieros relativos a operaciones sobre valores se encuentran exentos conforme al artículo 20.Uno.18.º de la Ley 37/1992, mientras que los servicios de asesoramiento y los servicios técnicos y de depósito y gestión de valores están sujetos y no exentos. La calificación incide directamente en la deducibilidad del impuesto soportado por el emisor, cuestión que debe analizarse a la luz de la actividad efectiva de KELPA, S.A. como sociedad holding y del régimen de deducción que le resulte aplicable.

En relación con los dividendos futuros, el emisor estará obligado a practicar retención a cuenta sobre los rendimientos del capital mobiliario que distribuya, al tipo vigente en cada momento, y a ingresar su importe mediante las correspondientes autoliquidaciones periódicas y el resumen anual, salvo que resulte aplicable alguna exención o exoneración de retención —señaladamente, la correspondiente a los dividendos percibidos por sociedades residentes que cumplan los requisitos de la exención por doble imposición—, cuya aplicación exige la acreditación por el perceptor de las circunstancias habilitantes. Deberán igualmente atenderse las obligaciones informativas que resulten aplicables en relación con la composición del accionariado y con las operaciones realizadas sobre los valores.

8.3. Tratamiento en sede del inversor persona física residente

Para el inversor persona física residente en territorio español, sujeto pasivo del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (en adelante, «IRPF»), el régimen aplicable puede sintetizarse del modo siguiente.

a) Coste de adquisición

El valor de adquisición de las acciones suscritas estará integrado por el importe efectivamente satisfecho, comprensivo del valor nominal y de la prima de emisión, incrementado en los gastos y tributos inherentes a la adquisición satisfechos por el adquirente. La prima de emisión forma, por tanto, parte del coste fiscal de la inversión, y no constituye renta para el inversor en el momento del desembolso. Resulta esencial que el inversor conserve la documentación acreditativa del desembolso y de los gastos asociados, por cuanto la acreditación del valor de adquisición le corresponde en caso de comprobación.

b) Dividendos

Los dividendos y demás participaciones en los fondos propios que perciba el inversor tendrán la consideración de rendimientos del capital mobiliario, que se integrarán en la base imponible del ahorro y tributarán conforme a la escala de gravamen del ahorro vigente en el período impositivo correspondiente. Serán deducibles de los rendimientos íntegros, en su caso, los gastos de administración y depósito de valores negociables. El emisor practicará la correspondiente retención a cuenta, que será deducible de la cuota del impuesto. No existe actualmente exención general aplicable a los dividendos percibidos por personas físicas.

c) Distribución de prima de emisión

La eventual distribución futura de la prima de emisión correspondiente a valores no admitidos a negociación en alguno de los mercados regulados de valores definidos en la Directiva 2014/65/UE recibe un tratamiento específico: el importe obtenido minorará, hasta su anulación, el valor de adquisición de las acciones afectadas, y el exceso que en su caso resulte tributa como rendimiento del capital mobiliario no sujeto a retención. Debe advertirse, además, de la existencia de una regla específica conforme a la cual, cuando la diferencia entre el valor de los fondos propios de las acciones correspondiente al último ejercicio cerrado con anterioridad a la distribución y su valor de adquisición resulte positiva, el rendimiento del capital mobiliario se computa con el límite de dicha diferencia positiva, minorada en el importe de las reservas legalmente indisponibles incluidas en los fondos propios que se hubieran generado desde la adquisición. Esta regla resulta particularmente relevante en estructuras con prima de emisión elevada como la proyectada, y exige un seguimiento preciso del valor de adquisición individual de cada inversor a lo largo de la vida de la inversión.

d) Transmisión de las acciones

La transmisión de las acciones generará una ganancia o pérdida patrimonial, determinada por la diferencia entre el valor de transmisión y el valor de adquisición, que se integrará en la base imponible del ahorro. Tratándose de valores no admitidos a negociación en mercados regulados, resulta de aplicación la regla específica de valoración del artículo 37.1.b) de la Ley 35/2006, conforme a la cual, salvo prueba de que el importe efectivamente satisfecho se corresponde con el que habrían convenido partes independientes en condiciones normales de mercado, el valor de transmisión no podrá ser inferior al mayor de los dos siguientes: el valor del patrimonio neto que corresponda a los valores transmitidos resultante del balance correspondiente al último ejercicio cerrado con anterioridad a la fecha del devengo del impuesto; o el que resulte de capitalizar al tipo del 20% el promedio de los

resultados de los tres ejercicios sociales cerrados con anterioridad a la fecha del devengo. Esta regla puede determinar la tributación por una ganancia patrimonial superior a la económicamente obtenida, especialmente en escenarios de transmisión con descuento de iliquidez, y constituye un riesgo fiscal que debe advertirse expresamente al inversor.

e) Impuesto sobre el Patrimonio e Impuesto Temporal de Solidaridad de las Grandes Fortunas

La tenencia de las acciones estará sujeta al Impuesto sobre el Patrimonio y, en su caso, al Impuesto Temporal de Solidaridad de las Grandes Fortunas, conforme a la normativa estatal y a la normativa autonómica que resulte aplicable en función de la residencia del inversor. La valoración de las acciones no cotizadas plantea una problemática específica: conforme al artículo 16 de la Ley 19/1991, las acciones no negociadas en mercados organizados se valoran, si el balance ha sido auditado y el informe resulta favorable, por el valor teórico resultante del último balance aprobado; en otro caso, por el mayor valor de los tres siguientes: el valor nominal, el valor teórico resultante del último balance aprobado o el resultado de capitalizar al tipo del 20% el promedio de los beneficios de los tres ejercicios sociales cerrados con anterioridad a la fecha del devengo. En una sociedad en fase de desarrollo, con pérdidas iniciales previsibles y con prima de emisión elevada, estas reglas pueden conducir a valoraciones sensiblemente divergentes del valor de suscripción, en uno u otro sentido, lo que exige un análisis anual cuidadoso.

Debe valorarse asimismo la posible aplicación de la exención de empresa familiar prevista en el artículo 4.Ocho.Dos de la Ley 19/1991, cuya aplicación exige la concurrencia acumulativa de diversos requisitos: que la entidad no tenga por actividad principal la gestión de un patrimonio mobiliario o inmobiliario; que la participación del sujeto pasivo en el capital sea al menos del 5% computada individualmente o del 20% conjuntamente con determinados familiares; y que el sujeto pasivo o, en el supuesto de participación conjunta, alguno de los miembros del grupo familiar, ejerza efectivamente funciones de dirección en la entidad percibiendo por ello una remuneración que represente más del 50% de la totalidad de sus rendimientos del trabajo y de actividades económicas. En la mayor parte de los inversores minoritarios que suscriban la emisión no concurrirán estos requisitos, por lo que la exención no resultará aplicable; debe evitarse cuidadosamente cualquier sugerencia comercial en sentido contrario.

Tabla 6. Resumen del tratamiento en el IRPF del inversor persona física residente

Hecho imponible	Calificación	Base / tipo	Observaciones y cautelas
Suscripción y desembolso	No genera renta. Determina el valor de adquisición (nominal más prima más gastos inherentes)	No aplicable	Conservar justificantes de desembolso y de gastos; el valor de adquisición es la referencia de toda la fiscalidad futura
Percepción de dividendos	Rendimiento del capital mobiliario	Base imponible del ahorro; escala del ahorro; sujeto a retención a cuenta	Deducibles únicamente gastos de administración y depósito; sin exención general para personas físicas
Distribución de prima de emisión (valores no cotizados)	Minora el valor de adquisición hasta su anulación; el exceso, rendimiento del capital mobiliario	Base del ahorro; el exceso no está sujeto a retención	Regla de limitación por diferencia entre fondos propios y valor de adquisición; exige seguimiento individualizado del coste fiscal
Transmisión de acciones	Ganancia o pérdida patrimonial	Base imponible del ahorro	Regla de valoración mínima del artículo 37.1.b) LIRPF: riesgo de

Hecho imponible	Calificación	Base / tipo	Observaciones y cautelas
			tributar por ganancia superior a la real en ventas con descuento
Reducción de capital con devolución de aportaciones	Minora el valor de adquisición; el exceso, rendimiento del capital mobiliario	Base del ahorro	Régimen específico para valores no cotizados análogo al de la prima de emisión; analizar caso por caso
Liquidación de la sociedad	Ganancia o pérdida patrimonial	Base imponible del ahorro	Diferencia entre la cuota de liquidación y el valor de adquisición
Tenencia (Impuesto sobre el Patrimonio e ITSGF)	Sujeto; valoración conforme al artículo 16 de la Ley 19/1991	Escala estatal o autonómica según residencia	Problemática de valoración de acciones no cotizadas; posible exención de empresa familiar sujeta a requisitos que no concurrirán en inversores minoritarios
Transmisión mortis causa o donación	Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones a cargo del adquirente	Normativa autonómica aplicable	Valoración por valor de mercado; posibles reducciones sujetas a requisitos estrictos; análisis individualizado necesario

8.4. Tratamiento en sede del inversor persona jurídica residente

Para el inversor que sea sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades, la suscripción de las acciones determinará el registro de una inversión financiera por el importe satisfecho, que constituirá su valor fiscal. Los dividendos percibidos y las rentas positivas obtenidas en la transmisión de la participación se integrarán, con carácter general, en la base imponible, si bien podrá resultar de aplicación la exención para evitar la doble imposición prevista en el artículo 21 de la Ley 27/2014.

La aplicación de dicha exención exige el cumplimiento de los siguientes requisitos esenciales: que el porcentaje de participación, directa o indirecta, en el capital o en los fondos propios de la entidad participada sea, al menos, del 5%; y que la participación se haya poseído de manera ininterrumpida durante el año anterior al día en que sea exigible el beneficio que se distribuya o, en su defecto, que se mantenga posteriormente durante el tiempo necesario para completar dicho plazo —en el caso de las plusvalías, el requisito de antigüedad debe cumplirse en el momento de la transmisión—. Debe tenerse presente, además, la limitación conforme a la cual el importe exento se reduce en un 5% en concepto de gastos de gestión de la participación, resultando por tanto una exención efectiva del 95%, así como las reglas específicas aplicables cuando la entidad participada obtenga dividendos o rentas derivadas de la transmisión de participaciones en entidades de segundo o ulterior nivel, y la exclusión aplicable a las entidades patrimoniales en lo que se refiere a la parte de la renta que no se corresponda con un incremento de beneficios no distribuidos.

Resulta, por tanto, de la mayor importancia para el inversor persona jurídica valorar si su participación alcanzará el umbral del 5%. En una emisión de dos millones de euros, la posición necesaria para alcanzar dicho umbral dependerá de la valoración postmoney del emisor; dado que la mayor parte de los inversores entrantes se situarán previsiblemente por debajo de dicho umbral, debe advertirse expresamente que, en tal caso, los dividendos y las plusvalías tributarán íntegramente en el Impuesto sobre Sociedades al tipo general, sin exención alguna.

En cuanto a los deterioros de valor de la participación, debe recordarse que la Ley del Impuesto sobre Sociedades no admite la deducibilidad de las pérdidas por deterioro de los valores representativos de la participación en el capital o en los fondos propios de entidades, ni —con carácter general y salvo en

los supuestos tasados de extinción de la entidad participada— la de las rentas negativas derivadas de la transmisión de participaciones que cumplan los requisitos de la exención. Este régimen implica que un eventual deterioro del valor de la inversión en KELPA, S.A. no generará, en general, un efecto fiscal favorable para el inversor societario hasta el momento de la extinción de la entidad participada, y aun entonces con limitaciones. Se trata de una circunstancia que debe ser conocida por el inversor societario al evaluar el perfil de riesgo de la operación.

8.5. Inversores no residentes

Sin perjuicio de que el análisis detallado de la fiscalidad de los inversores no residentes excede del alcance del presente informe y debe realizarse caso por caso en función de la jurisdicción de residencia de cada inversor, procede formular las siguientes consideraciones generales.

Los dividendos distribuidos por KELPA, S.A. a inversores no residentes sin establecimiento permanente en España constituirán rentas obtenidas en territorio español sujetas al Impuesto sobre la Renta de no Residentes, y quedarán sujetos a retención al tipo general vigente, sin perjuicio de la aplicación de los límites de imposición en la fuente previstos en el convenio para evitar la doble imposición que, en su caso, resulte aplicable, cuya invocación exige la aportación del certificado de residencia fiscal emitido por la autoridad competente del Estado de residencia, con validez temporal limitada y referencia expresa al convenio. Deberá igualmente valorarse la aplicación de la exención prevista para los dividendos distribuidos a sociedades matrices residentes en otros Estados miembros de la Unión Europea o en Estados del Espacio Económico Europeo con efectivo intercambio de información, derivada de la Directiva 2011/96/UE, cuya aplicación exige el cumplimiento de requisitos de participación y de antigüedad y está sujeta a la correspondiente cláusula antiabuso.

Las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de las acciones por no residentes estarán, en principio, sujetas al Impuesto sobre la Renta de no Residentes, sin perjuicio de las exenciones previstas en la normativa interna —señaladamente, la aplicable a residentes en otros Estados miembros de la Unión Europea, sujeta a la excepción relativa a entidades cuyo activo consista principalmente en inmuebles situados en territorio español, excepción que, por las razones expuestas en el apartado 8.1, exige un análisis específico en el caso de KELPA— y de la distribución de la potestad tributaria que resulte del convenio aplicable, que con frecuencia atribuye la potestad exclusiva al Estado de residencia salvo en el caso de sociedades inmobiliarias.

Debe advertirse de la **importancia crítica de determinar y documentar la residencia fiscal de cada suscriptor con anterioridad al cierre de la emisión**, por cuanto dicha determinación condiciona el modelo de retenciones aplicable, las obligaciones de documentación y acreditación, los plazos de obtención de certificados, las obligaciones informativas del emisor y la posibilidad misma de aplicar tipos reducidos o exenciones. La ausencia de documentación acreditativa en el momento del pago obliga al emisor a aplicar el tipo general de retención, con el consiguiente coste financiero para el inversor y la necesidad de instar un procedimiento de devolución. Se recomienda, en consecuencia, que el formulario de suscripción incorpore una declaración de residencia fiscal, que se exija la aportación del certificado de residencia con carácter previo al primer pago y que se establezca contractualmente la obligación del inversor de comunicar cualquier cambio de residencia fiscal.

8.6. Obligaciones informativas y de intercambio automático de información

La operación genera un conjunto de obligaciones informativas que deben identificarse y asignarse con precisión entre el emisor, la ERIR y los distribuidores, y que comprenden, entre otras:

- Declaraciones informativas de operaciones con valores y de participaciones en entidades, mediante los modelos tributarios que resulten aplicables en función de la naturaleza de las operaciones y de la condición de los intervinientes, con identificación de titulares, número de valores y valoración.
- Declaraciones informativas de retenciones e ingresos a cuenta sobre rendimientos del capital mobiliario, con la correspondiente declaración resumen anual, en relación con los dividendos y demás rendimientos distribuidos.
- Obligaciones derivadas de la Directiva 2011/16/UE relativa a la cooperación administrativa en el ámbito de la fiscalidad y de sus sucesivas modificaciones (DAC), que establecen el marco europeo de intercambio automático y obligatorio de información en el ámbito tributario.
- Obligaciones derivadas del Estándar Común de Comunicación de Información (CRS) y del régimen FATCA, que recaen sobre las instituciones financieras obligadas a comunicar información y que, en el contexto de la operación, afectarán previsiblemente a la ERIR y a los intermediarios financieros intervinientes, y podrían afectar al propio emisor en función de su calificación conforme a dichos regímenes, extremo que debe analizarse específicamente dada la naturaleza de sociedad holding de KELPA y las reglas sobre entidades de inversión.
- Obligaciones de información sobre bienes y derechos situados en el extranjero, en su caso, para los inversores residentes que mantengan participaciones en entidades no residentes, y obligaciones de declaración de inversiones exteriores y extranjeras ante el Registro de Inversiones del Ministerio competente.
- Obligaciones derivadas de la Directiva (UE) 2023/2226 (DAC8), relativa al intercambio automático de información sobre criptoactivos, y del marco OCDE de comunicación de información sobre criptoactivos (CARF).

En relación con este último punto debe formularse una advertencia de especial importancia: **la calificación de las acciones de KELPA, S.A. como instrumentos financieros —y no como criptoactivos— determina el régimen informativo aplicable.** Los regímenes de comunicación de información sobre criptoactivos se construyen, de forma coherente con la delimitación establecida en el Reglamento (UE) 2023/1114, sobre la exclusión de los instrumentos financieros, que quedan sujetos a los regímenes informativos propios del ámbito de valores. En consecuencia, la emisión proyectada debe tratarse, a efectos informativos, como una emisión de valores y no como una operación sobre criptoactivos. Esta conclusión no exime, no obstante, de verificar la posición de los eventuales proveedores de servicios de criptoactivos que pudieran intervenir en la cadena de fondos, ni de documentar de forma motivada la calificación adoptada, por cuanto la coexistencia de ambos regímenes y la relativa novedad del marco aplicable a los criptoactivos aconsejan dejar constancia expresa del análisis realizado.

El presente apartado deberá actualizarse a la vista de la estructura definitiva de la operación, de la composición definitiva del accionariado y de las eventuales modificaciones normativas que se produzcan con anterioridad al cierre, y deberá ser objeto de validación por asesores fiscales con anterioridad a la circulación del documento entre inversores.

9. Matriz de riesgos jurídicos y mitigantes

Se recoge a continuación una matriz sistemática de los principales riesgos jurídicos, regulatorios, fiscales, tecnológicos y operativos identificados en relación con la operación proyectada, con indicación de una valoración orientativa de su probabilidad y de su impacto, y del mitigante

recomendado en cada caso. La valoración de probabilidad e impacto se formula en una escala de tres niveles (baja, media y alta) y tiene carácter indicativo, reflejando el juicio profesional sobre la base de la información disponible a la fecha; deberá revisarse a medida que se concreten la estructura definitiva de la operación, el perímetro de inversores y los términos contractuales. La matriz no sustituye al análisis individualizado de cada riesgo que se contiene en los apartados precedentes, sino que pretende facilitar la priorización de las actuaciones de mitigación por el órgano de administración.

Tabla 7. Matriz de riesgos jurídicos y mitigantes

Riesgo	Descripción	Probab.	Impacto	Mitigante recomendado
Recalificación como AIF / EICC	Que el emisor sea considerado fondo de inversión alternativa conforme a la Directiva 2011/61/UE o entidad de inversión colectiva de tipo cerrado conforme a la Ley 22/2014, al apreciarse que capta capital de una pluralidad de inversores para invertirlo con arreglo a una política de inversión definida, sin que resulte aplicable la exclusión de sociedades holding	Media	Muy alto	Opinión jurídica de perímetro AIF/EICC como gating item previo a cualquier comercialización; documentación de la estrategia empresarial del grupo ejecutada a través de filiales; evitar en toda la documentación el lenguaje de fondo (política de inversión, cartera, desinversión, TIR objetivo del vehículo); revisión de la remuneración del sponsor para evitar que se configure como comisión de gestión de fondo; constancia de que el emisor no se ha constituido principalmente para generar rendimientos mediante desinversión
Obligación sobrevenida de folleto	Que la oferta deje de ampararse en las exenciones del Reglamento (UE) 2017/1129 por superación de umbrales, pérdida de la condición de inversor cualificado de los destinatarios o requerimiento de la CNMV	Baja-Media	Alto	Control documentado del número de destinatarios no cualificados por Estado miembro (límite de 150); acreditación individualizada de la condición de inversor cualificado; umbral mínimo de inversión de 100.000 euros cuando se opere bajo dicha exención; registro de destinatarios contactados; revisión jurídica previa de todo material de comercialización
Agregación de ofertas en doce meses	Que la emisión se agregue con otras ofertas del emisor o de entidades de su grupo en el período de doce meses, superando los umbrales de exención, o que se aprecie fragmentación artificial de una oferta única	Media	Alto	Registro centralizado de todas las ofertas de valores del grupo con fechas, importes y destinatarios; análisis previo de agregación antes de lanzar cualquier nueva ronda; prohibición expresa de trocear la oferta; asesoramiento jurídico previo a cualquier ampliación del importe
Comercialización inadecuada a minoristas	Que las acciones se distribuyan a inversores minoristas cuyo perfil no se corresponde con el mercado objetivo, con riesgo de reclamaciones por comercialización inadecuada y de nulidad por vicio del consentimiento	Media-Alta	Alto	Definición y aplicación estricta del mercado objetivo; distribución exclusivamente a través de entidad autorizada; evaluación de idoneidad o, como mínimo, de conveniencia documentada; advertencias específicas firmadas sobre iliquidez y pérdida total; prohibición de canales de acceso masivo; expediente individualizado por inversor
Ausencia de gobierno de producto	Que no se implante un procedimiento de gobierno de producto conforme a MiFID II, con	Media	Medio-Alto	Determinación expresa de quién asume la condición de fabricante y de distribuidor; elaboración de la ficha de mercado objetivo con las cinco categorías ESMA;

Riesgo	Descripción	Probabilidad	Impacto	Mitigante recomendado
	incumplimiento de las obligaciones del fabricante y del distribuidor y ausencia de mercado objetivo documentado			definición de la estrategia de distribución; acuerdos de intercambio de información; revisión periódica documentada
Exigibilidad de KID conforme a PRIIPs	Que la estructura definitiva determine la calificación del instrumento como producto empaquetado y la obligación de elaborar y entregar documento de datos fundamentales antes de la distribución minorista	Baja-Media	Medio	Memorándum de calificación PRIIPs documentado antes de cualquier distribución minorista; mantenimiento de la estructura como acciones ordinarias pari passu sin payoff estructurado ni SPV interpuesta; valoración de la elaboración voluntaria de un documento informativo conservador
Configuración de clases y privilegios inválidos	Que la configuración de la clase de acciones incorpore privilegios contrarios a normas imperativas de la Ley de Sociedades de Capital, señaladamente la prohibición de acciones con derecho a percibir un interés	Media	Alto	Revisión jurídica de la configuración de la clase antes de la elevación a público; evitar cualquier compromiso de retorno fijo; articular las preferencias económicas admisibles mediante dividendo preferente y preferencia en la cuota de liquidación conforme a los límites legales; verificación de la calificación registral previa
Impugnación de la exclusión del derecho de suscripción preferente	Que el acuerdo de exclusión del derecho de suscripción preferente sea impugnado por incumplimiento de los requisitos del artículo 308 LSC (informe de administradores, informe de experto independiente cuando proceda, correspondencia del valor de emisión con el valor razonable, interés social)	Media	Alto	Informe de administradores completo y motivado; informe de experto independiente designado por el Registro Mercantil cuando resulte preceptivo; soporte de valoración independiente que acredite la correspondencia con el valor razonable; justificación detallada del interés social; cumplimiento riguroso de los requisitos de convocatoria e información a los socios
Valoración y conflictos de interés	Que el precio de emisión no esté adecuadamente soportado o que los conflictos de interés derivados del esquema de comisiones del sponsor no se revelen de forma suficiente	Media-Alta	Alto	Soporte de valoración por experto independiente; revelación íntegra del esquema de comisiones (1% de adquisición, 3% de desarrollo, 1% de gestión y 20% de éxito sobre hurdle del 8%) con ilustración de su impacto agregado en el retorno neto; política de operaciones vinculadas; abstención de administradores conflictuados; informe de la comisión o del experto conforme al artículo 529 duovicies LSC cuando resulte aplicable
Dilución futura	Que rondas posteriores, instrumentos convertibles o planes de incentivos diluyan significativamente la participación del inversor entrante sin protección alguna	Alta	Medio-Alto	Revelación expresa del riesgo de dilución y de los instrumentos convertibles existentes; cap table plenamente diluido entregado al inversor; negociación de derechos de suscripción preferente contractuales y, en su caso, de protección antidilución; información sobre el plan de financiación previsto de los proyectos

Riesgo	Descripción	Probabilidad	Impacto	Mitigante recomendado
Iliquidez	Que el inversor no pueda desinvertir por ausencia de mercado secundario y de contrapartes, y que se hayan generado expectativas de liquidez no respaldadas	Alta	Alto	Advertencia reiterada y destacada de iliquidez en toda la documentación mediante la formulación literal recomendada; prohibición absoluta de mensajes sobre liquidez derivada de la tokenización; horizonte mínimo recomendado explícito; identificación honesta de los escenarios futuros de liquidez en términos condicionales
Fallo o indisponibilidad del sistema TRD	Que el sistema basado en tecnología de registros distribuidos resulte inoperativo, impidiendo el ejercicio de derechos, la práctica de asientos o la acreditación de la titularidad	Media	Alto	Registro espejo fuera de cadena conciliado periódicamente con el libro registro de acciones nominativas; plan de continuidad y de recuperación ante desastres contractualmente exigible a la ERIR; acuerdos de nivel de servicio con penalizaciones; plan de migración o reversibilidad a anotaciones en cuenta o a títulos
Pérdida de claves privadas	Que el titular pierda el control de las claves criptográficas asociadas a su posición, con imposibilidad material de ejercer sus derechos o de transmitir	Media-Alta	Medio-Alto	Modelo de custodia profesionalizada o, al menos, capacidad de la ERIR de reasignar la titularidad registral acreditada la identidad del titular; procedimiento documentado de recuperación con verificación reforzada de identidad; advertencia expresa al inversor; previsión específica para el supuesto de fallecimiento
Bifurcación (fork) de la red	Que una bifurcación de la red subyacente genere duplicidad de registros, incertidumbre sobre la cadena válida o pérdida de integridad del registro de titularidades	Baja	Alto	Previsión expresa en el documento de emisión y en las reglas de funcionamiento del sistema del procedimiento de determinación de la cadena válida y del órgano competente para decidir; preferencia por redes permissionadas con gobernanza identificada; registro espejo como referencia de contraste; cláusula de prevalencia del Derecho aplicable sobre el estado del registro
Ciberataque	Que un ataque informático comprometa la integridad del registro, el contrato inteligente o las claves de los participantes, o que se explote una vulnerabilidad del código	Media	Muy alto	Auditoría independiente del contrato inteligente previa al despliegue y tras cada modificación; programa de gestión de vulnerabilidades; pruebas de intrusión periódicas; segregación de funciones y custodia multifirma de las claves de administración; procedimiento de suspensión de emergencia; seguro de ciberriesgo; plan de respuesta a incidentes y de notificación
Discrepancia entre registro TRD y Registro Mercantil	Que el estado del registro basado en TRD no coincida con la realidad societaria inscrita (capital social, número de acciones, clases), generando incertidumbre	Media	Alto	Procedimiento de conciliación periódica documentada entre el registro, el libro registro de acciones nominativas y la información registral; bloqueo de emisiones o modificaciones no reflejadas; cláusula expresa de prevalencia de la realidad jurídica;

Riesgo	Descripción	Probabilidad	Impacto	Mitigante recomendado
	sobre la titularidad y sobre el ejercicio de derechos			responsabilidad de la ERIR en la conciliación
Resolución o insolvencia de la ERIR	Que la entidad responsable de la inscripción y registro cese en su actividad, pierda su autorización, sea objeto de un procedimiento de resolución o entre en concurso	Baja	Muy alto	Previsión contractual de sustitución ordenada de la ERIR, con obligación de cooperación y entrega íntegra de la información registral en formato interoperable; identificación previa de entidades alternativas; depósito en garantía de la documentación y del código; previsión de la migración del registro en el documento de emisión
Dependencia tecnológica de Wavegarden	Que la dependencia del grupo respecto de la tecnología de generación de olas y de los derechos de exclusividad asociados genere riesgo operativo, de coste o de continuidad	Media	Alto	Revisión jurídica de los contratos de licencia, suministro y exclusividad (duración, causas de resolución, régimen de garantías, mantenimiento, repuestos, escalada de precios, consecuencias del cambio de control); due diligence técnica; revelación del riesgo al inversor; análisis de alternativas tecnológicas
Riesgo de construcción y de ramp-up	Que se produzcan sobrecostes, retrasos en la ejecución de las obras, incidencias en licencias o un ritmo de ocupación inferior al proyectado, afectando materialmente al valor del capital	Alta	Muy alto	Revelación expresa y destacada del riesgo; due diligence sobre los contratos de construcción, el régimen de licencias, la concesión administrativa y los arrendamientos a largo plazo; análisis de los mecanismos de cobertura de sobrecostes y de las garantías de los contratistas; presentación de escenarios adversos junto a las proyecciones
Apalancamiento a nivel de proyecto	Que el endeudamiento de los proyectos (aproximadamente 75% de loan to cost en Madrid y 70% en Birmingham) amplifique las pérdidas del capital ante desviaciones moderadas, o que el incumplimiento de ratios financieros active supuestos de ejecución	Alta	Muy alto	Prohibición absoluta de presentar la operación como inversión sin deuda; revelación del nivel y condiciones del apalancamiento, incluidos los préstamos participativos; análisis de los covenants financieros, de las garantías otorgadas y de los supuestos de vencimiento anticipado; ilustración del efecto del apalancamiento sobre el capital en escenarios adversos
Riesgo de tipo de cambio GBP/EUR	Que la exposición a la libra esterlina derivada del proyecto de Birmingham afecte al valor en euros de la inversión y de los eventuales retornos	Alta	Medio	Revelación expresa del riesgo de divisa y de la ausencia de cobertura, o descripción de la política de cobertura si existiera; cuantificación del impacto en escenarios de variación del tipo de cambio; advertencia de que las proyecciones expresadas en libras no incorporan necesariamente dicho efecto
Incumplimiento de la normativa PBC/FT	Que se admitan inversores sin la debida diligencia, que se acepten fondos de origen no acreditado o que se produzca un fallo en el cribado de sanciones	Media	Muy alto	Asunción de estándar equivalente al de sujeto obligado; régimen de direcciones autorizadas y prohibición de monederos no verificados; suscripción exclusivamente en dinero fiduciario desde cuenta a nombre del suscriptor en entidad del EEE o jurisdicción equivalente; cribado recurrente de listas

Riesgo	Descripción	Probab .	Impac to	Mitigante recomendado
				UE, ONU y OFAC; matriz contractual de reparto de responsabilidades; conservación documental por diez años
Protección de datos personales	Que el tratamiento de datos personales en un entorno de registro distribuido resulte incompatible con el Reglamento (UE) 2016/679, en particular con los principios de minimización y limitación del plazo de conservación y con el ejercicio de los derechos de rectificación y supresión frente a la inmutabilidad del registro	Media-Alta	Medio -Alto	Almacenamiento fuera de cadena de todo dato personal, manteniendo en cadena únicamente identificadores seudonimizados; evaluación de impacto relativa a la protección de datos; determinación expresa de los roles de responsable y encargado y suscripción de los correspondientes contratos; información a los interesados; análisis documentado de la articulación de los derechos de supresión y rectificación
Riesgo reputacional por comunicación inadecuada	Que la comunicación de la operación emplee expresiones prohibidas o genere expectativas infundadas, con riesgo sancionador, reputacional y de reclamaciones	Media-Alta	Alto	Protocolo de aprobación previa de todo material de comercialización por asesoramiento jurídico y por la entidad autorizada; lista cerrada de mensajes permitidos y prohibidos; formación del equipo comercial; archivo de todas las versiones del material difundido; reconciliación previa de las inconsistencias temporales del material del sponsor, incluida la fecha inexistente 31/09/2025
Incertidumbre en la exención del artículo 314 LMVSI	Que transmisiones futuras de las acciones que comporten toma de control queden excluidas de la exención y tributen como transmisión de inmuebles, dada la composición inmobiliaria del activo del grupo	Media	Alto	Análisis fiscal específico de la composición y afectación del activo; documentación de la afectación de los inmuebles a actividades económicas; advertencia al inversor sobre la incidencia en transmisiones futuras; cláusula contractual que atribuya al transmitente la obligación de análisis previo y la asunción de las consecuencias fiscales
Inconsistencias en la documentación del sponsor	Que la documentación comercial contenga referencias temporales incoherentes y errores manifiestos, incluida una fecha materialmente inexistente, comprometiendo la credibilidad del conjunto y constituyendo indicio de deficiencia en los controles	Alta	Medio	Reconciliación íntegra y documentada de todas las referencias temporales y cifras antes de la circulación; control de versiones; validación cruzada entre el material del sponsor y la documentación jurídica; designación de un responsable único de la coherencia documental
Ausencia de intervención de entidad autorizada (art. 36 LMVSI)	Que la oferta se dirija al público empleando comunicación publicitaria sin la intervención de entidad autorizada para prestar servicios de inversión que valide la información y supervise el proceso	Media	Alto	Decisión documentada sobre la estrategia de comunicación; si hubiera publicidad dirigida al público, contratación expresa de entidad autorizada con mandato de validación y supervisión; en otro caso, restricción estricta de la difusión a contactos individualizados con inversores identificados previamente

La presente matriz deberá revisarse y actualizarse con periodicidad al menos trimestral durante la preparación y ejecución de la operación, y ser objeto de reporte formal al órgano de administración, dejando constancia en acta de las decisiones adoptadas respecto de cada riesgo relevante.

10. Consideraciones para el pacto de socios, los estatutos, la política de dividendos y el protocolo de gobernanza tecnológica

La ejecución de la operación exige una adaptación coordinada de cuatro cuerpos documentales: los estatutos sociales, que deberán ser aprobados en el marco de la transformación en sociedad anónima y del aumento de capital; el pacto de socios y el correspondiente documento de adhesión de los inversores entrantes; la política de dividendos; y el protocolo de gobernanza tecnológica del sistema basado en TRD. Se exponen a continuación las consideraciones que, a juicio de quien suscribe, deben orientar dicha adaptación.

10.1. Estatutos sociales

Se identifican a continuación las cláusulas estatutarias que deben incorporarse o revisarse con ocasión de la transformación y del aumento de capital:

- Denominación, objeto social y domicilio. Revisión del objeto social para asegurar su congruencia con la actividad efectiva del grupo —tenencia y gestión de participaciones en sociedades dedicadas al desarrollo y explotación de instalaciones de ocio, surf urbano y hospitality, y prestación de servicios a dichas sociedades—, evitando formulaciones que sugieran una actividad de inversión colectiva. Esta redacción tiene relevancia directa en el análisis de perímetro AIF/EICC.
- Capital social, acciones y clases. Determinación del capital resultante del aumento, del valor nominal y del número de acciones; en su caso, creación de la clase B con descripción precisa, exhaustiva y cerrada de los derechos y obligaciones que la integran y de las diferencias respecto de la clase A; previsión del régimen de votación separada por clases para los acuerdos que afecten directa o indirectamente a los derechos de una clase, conforme al artículo 293 LSC.
- Representación de las acciones mediante sistemas basados en tecnología de registros distribuidos. Cláusula expresa que determine que las acciones de la clase correspondiente están representadas mediante un sistema basado en TRD, con identificación de la entidad responsable de la inscripción y registro, remisión al documento de emisión y a las reglas de funcionamiento del sistema, y previsión del régimen de acreditación de la titularidad y de legitimación para el ejercicio de los derechos de socio.
- Carácter nominativo y libro registro. Previsión del carácter necesariamente nominativo de las acciones representadas mediante TRD y de la articulación entre el registro basado en TRD y el libro registro de acciones nominativas, determinando la primacía, el procedimiento de conciliación periódica y el régimen aplicable en caso de discrepancia.
- Restricciones a la libre transmisibilidad. Cláusula de consentimiento previo con determinación expresa y exhaustiva de las causas que permiten denegar la autorización, derecho de adquisición preferente con regulación completa del procedimiento, plazos y determinación del valor, supuestos de transmisiones permitidas, y previsión expresa de que la transmisión se perfecciona mediante inscripción en el sistema y de que la ERIR no practicará asiento alguno sin acreditación del cumplimiento de las restricciones.

- Cláusulas de cumplimiento normativo y adquisición condicionada. Facultad de la sociedad de denegar el reconocimiento de la condición de accionista y de bloquear el ejercicio de derechos respecto de adquirentes que no hayan superado los procedimientos de diligencia debida, que figuren en listas de sanciones o cuya adquisición comprometa el cumplimiento normativo del emisor.
- Derecho de suscripción preferente y su exclusión. Régimen aplicable, remisión a los artículos 304 y siguientes LSC, y previsión, en su caso, de las delegaciones en el órgano de administración conforme al artículo 297 LSC, con los límites legales de importe y plazo.
- Órgano de administración. Estructura (consejo de administración, con número mínimo y máximo de miembros), régimen de composición, reglas de funcionamiento, quórum y mayorías, régimen del consejero delegado y de las delegaciones, duración del cargo y régimen de retribución. En su caso, previsión del derecho de representación proporcional y de la posibilidad de asistencia de observadores.
- Junta general. Convocatoria —incluida la convocatoria por medios telemáticos y la publicación en la página web corporativa—, derecho de información, régimen de asistencia y representación, celebración telemática o mixta, y mecánica de acreditación de la condición de accionista mediante certificación expedida por la ERIR con indicación de la fecha de corte.
- Materias reservadas y mayorías reforzadas. Determinación de las materias que requieren mayorías cualificadas en junta general o acuerdo del consejo con mayoría reforzada, en coherencia con lo pactado en el pacto de socios y respetando los límites legales en materia de quórum y mayorías.
- Régimen de dividendos y distribuciones. Previsión del régimen de distribución, de la fecha de corte para la determinación de los titulares con derecho al cobro conforme al registro basado en TRD, de la mecánica de pago y, en su caso, de las preferencias económicas de la clase, respetando la prohibición de acciones con derecho a interés.
- Prestaciones accesorias. Valoración de la conveniencia de configurar como prestación accesoria la obligación de adhesión al pacto de socios y la de facilitar y mantener actualizada la información exigible en materia de diligencia debida, con determinación de su carácter gratuito y de las consecuencias de su incumplimiento, incluida la posible exclusión del socio.
- Régimen de separación y exclusión de socios. Delimitación de las causas estatutarias de exclusión, en particular por incumplimiento de prestaciones accesorias o de las obligaciones en materia de cumplimiento normativo, con el procedimiento y el régimen de valoración aplicables.
- Ejercicio social, formulación y aprobación de cuentas, auditoría. Previsión de la auditoría de cuentas, voluntaria u obligatoria según proceda, en coherencia con los compromisos de reporting asumidos frente a los inversores.
- Página web corporativa y comunicaciones electrónicas. Creación e inscripción de la página web corporativa y previsión del régimen de comunicaciones electrónicas con los accionistas, con designación de dirección a efectos de notificaciones y obligación de mantenerla actualizada.
- Resolución de conflictos. Cláusula de sumisión, con análisis específico de la validez y conveniencia del arbitraje estatutario para la impugnación de acuerdos sociales conforme al artículo 11 bis de la Ley 60/2003, que exige mayoría reforzada para su introducción.

10.2. Pacto de socios y documento de adhesión

Resulta imprescindible que los inversores entrantes queden vinculados por un pacto de socios, mediante la suscripción de un documento de adhesión (deed of adherence) que forme parte inseparable de la documentación de suscripción y cuya firma constituya condición de la aceptación de la suscripción. El pacto debe regular, como mínimo, las siguientes materias:

- Derecho de acompañamiento (tag-along). Umbral de activación, ámbito objetivo (transmisiones directas e indirectas, incluidas las que comporten cambio de control del transmitente), procedimiento de notificación y ejercicio, identidad de condiciones económicas y jurídicas, y consecuencias del incumplimiento, incluida la ineficacia de la transmisión y la penalización correspondiente.
- Derecho de arrastre (drag-along). Umbral de activación, precio mínimo o condiciones de valoración, limitación de las manifestaciones y garantías exigibles al minoritario arrastrado —circunscritas a título, capacidad y ausencia de cargas—, limitación de su responsabilidad al precio percibido, prohibición de retenciones desproporcionadas y régimen de apoderamiento irrevocable para la formalización.
- Derechos de información y reporting. Determinación precisa del contenido, formato y periodicidad de la información a facilitar: cuentas anuales auditadas, estados financieros intermedios, informe de seguimiento de la ejecución de los proyectos con hitos de construcción y comercialización, información sobre el cumplimiento de covenants financieros, informe sobre operaciones vinculadas y comunicación inmediata de hechos relevantes. Régimen de confidencialidad y limitaciones al uso de la información.
- Restricciones a la transmisión de carácter contractual. Complemento de las restricciones estatutarias, incluyendo el compromiso de permanencia (lock-up) más allá del plazo de dos años admisible estatutariamente, y el régimen de transmisiones permitidas con obligación de adhesión del adquirente.
- Materias reservadas. Catálogo de decisiones que requieren el consentimiento de los titulares de acciones tokenizadas o de su representante común, típicamente: modificación de estatutos que afecte a sus derechos, emisión de nuevas acciones o instrumentos convertibles por debajo de determinado precio, operaciones de reestructuración, enajenación de activos o participaciones relevantes, endeudamiento por encima de umbrales determinados, operaciones vinculadas por encima de umbrales, modificación sustancial del plan de negocio y de la política de distribuciones, y cese o sustitución del sponsor o del equipo gestor clave.
- Protección antidilución. Análisis de la conveniencia y configuración, en su caso, de mecanismos de protección frente a rondas a valoración inferior (down rounds), valorando sus modalidades y advirtiendo de su impacto sobre los restantes accionistas y de su interacción con el régimen societario del derecho de suscripción preferente.
- Derechos de suscripción preferente contractuales. Derecho del inversor a participar en futuras rondas de financiación en proporción a su participación, con determinación del procedimiento, plazos y excepciones (planes de incentivos, emisiones a entidades financieras en el contexto de operaciones de financiación).
- Representación en el órgano de administración. Determinación de si los titulares de acciones tokenizadas tendrán derecho a designar consejero o, alternatively, observador con derecho de asistencia e información pero sin voto, con regulación de sus obligaciones de confidencialidad y del régimen de conflictos de interés.
- Resolución de conflictos entre titulares de acciones tokenizadas y accionistas tradicionales. Mecanismo escalonado de resolución —negociación de buena fe entre representantes

designados, mediación y, en último término, arbitraje o jurisdicción—, con previsión expresa de los supuestos de conflicto previsibles: distribuciones, valoración en operaciones de salida, aprobación de operaciones vinculadas y decisiones de financiación.

- Sindicación de voto y representante común. Régimen de sindicación de los titulares de acciones tokenizadas, con designación de un representante común, determinación de su mandato, del procedimiento interno de formación de la voluntad del sindicato (mayorías, convocatoria, votación telemática), de la duración y revocabilidad del mandato, de su régimen de responsabilidad y retribución, y del régimen de las minorías dentro del sindicato. Esta figura resulta especialmente recomendable para una base accionarial potencialmente numerosa y dispersa, por cuanto simplifica notablemente la operativa societaria y el ejercicio efectivo de los derechos.
- Bifurcaciones e incidencias tecnológicas. Previsión expresa del régimen aplicable en caso de bifurcación de la red, de fallo o indisponibilidad prolongada del sistema, de vulnerabilidad del contrato inteligente o de necesidad de migración, determinando el órgano competente para adoptar decisiones, el procedimiento de consulta a los titulares y la cláusula de prevalencia de la realidad jurídica sobre el estado del registro.
- Pérdida de claves, custodia y sucesión. Procedimiento de acreditación de identidad y de reasignación registral en caso de pérdida de claves; régimen de custodia, en su caso; y procedimiento aplicable en caso de fallecimiento o de incapacidad del titular, con determinación de la documentación exigible y de los plazos.
- Cláusula de salida y lock-up. Compromiso de permanencia del equipo gestor y del sponsor; obligación de colaboración en los procesos de desinversión; previsión, en su caso, de un derecho de salida conjunta en el evento de liquidez; y régimen aplicable en caso de que no se produzca un evento de liquidez transcurrido un plazo determinado, advirtiendo de que no debe comprometerse obligación alguna de recompra ni de reembolso que pudiera recalificar el instrumento.
- Duración, modificación y terminación del pacto. Plazo de vigencia, régimen de modificación por mayorías cualificadas, supuestos de terminación respecto de un socio concreto y consecuencias de la terminación.

Debe advertirse de que el pacto de socios tiene eficacia meramente obligacional entre las partes y no es oponible a la sociedad salvo que sea suscrito por ésta y, en la medida en que resulte legalmente posible, incorporado a los estatutos. Se recomienda, en consecuencia, trasladar a los estatutos todas aquellas previsiones susceptibles de inscripción, y reservar al pacto las que no lo sean.

10.3. Política de dividendos

No debe comprometerse en ningún documento un dividendo mínimo, una rentabilidad garantizada ni un retorno asegurado de clase alguna. Más allá de que tal compromiso resultaría materialmente inveraz en un proyecto de desarrollo con flujos de caja inicialmente negativos, debe recordarse que la Ley de Sociedades de Capital prohíbe la emisión de acciones con derecho a percibir un interés, y que un compromiso de retorno garantizado podría comprometer la calificación del instrumento, reforzar el riesgo de recalificación del vehículo como entidad de inversión colectiva y constituir información engañosa a efectos de la normativa de protección del inversor.

La política de dividendos debe formularse en términos estrictamente condicionales, dejando constancia expresa de que la distribución de resultados está sujeta, de forma acumulativa: a la existencia de resultados distribuibles conforme al artículo 273 LSC; a la cobertura previa de la reserva

legal conforme al artículo 274 LSC y de las restantes reservas legal o estatutariamente indisponibles; a que el valor del patrimonio neto no resulte inferior al capital social como consecuencia de la distribución; a la cobertura de los gastos de investigación y desarrollo pendientes de amortizar y del fondo de comercio en los términos legalmente previstos; a las limitaciones derivadas de los contratos de financiación de los proyectos, que típicamente restringen o condicionan la distribución de dividendos por las sociedades del grupo y, en consecuencia, la capacidad del holding de percibir fondos de sus filiales; a la necesidad de atender el servicio de la deuda y las reservas de mantenimiento; y, en último término, a la decisión discrecional de la junta general a propuesta del órgano de administración.

Debe advertirse expresamente al inversor de que, dada la fase de desarrollo de los proyectos, no cabe esperar distribuciones en el corto ni en el medio plazo, y de que el retorno de la inversión, de producirse, se concentrará previsiblemente en el evento de salida. Debe igualmente explicarse la estructura de holding: la capacidad de KELPA, S.A. de distribuir dividendos depende de la capacidad de sus filiales de distribuir a su vez beneficios, y ésta se encuentra condicionada por el régimen de las financiaciones de proyecto, incluidas las eventuales cláusulas de bloqueo de distribuciones (dividend lock-up) vinculadas al cumplimiento de ratios financieros.

En el plano operativo, la política debe regular con precisión: la determinación de la fecha de corte (record date) para la identificación de los titulares con derecho al cobro, conforme al estado del registro basado en TRD a una hora determinada de dicha fecha; el procedimiento de obtención por el emisor de la relación de titulares, mediante certificación expedida por la ERIR; el plazo y la mecánica de pago, que se realizará mediante transferencia a la cuenta bancaria designada por cada titular y previamente verificada, y no mediante abono en especie ni en criptoactivos; el tratamiento de las acciones afectadas por gravámenes, embargos o bloqueos; la práctica de las retenciones a cuenta que procedan, con aplicación del régimen correspondiente a la residencia fiscal acreditada de cada titular y con aplicación del tipo general en ausencia de acreditación; y la entrega de los certificados de retención.

10.4. Protocolo de gobernanza tecnológica

La representación de las acciones mediante un sistema basado en TRD introduce una capa de riesgo operativo y tecnológico que debe gobernarse mediante un protocolo formal, aprobado por el órgano de administración y contractualmente articulado con la ERIR y con el proveedor tecnológico. Dicho protocolo debe comprender, como mínimo, los siguientes contenidos:

- Comité de gobernanza tecnológica. Composición (representantes del emisor, de la ERIR y del proveedor tecnológico, con participación de las funciones jurídica y de cumplimiento normativo), funciones, periodicidad de las reuniones, régimen de adopción de acuerdos, documentación de las decisiones y canal de reporte al órgano de administración.
- Matriz de responsabilidades. Asignación inequívoca, respecto de cada proceso relevante, de los roles de ejecución, responsabilidad última, consulta e información, conforme a la tabla que se incorpora a continuación.
- Gestión de claves y recuperación. Política de generación, custodia y rotación de claves; custodia multifirma de las claves de administración del sistema con umbrales mínimos de firmas; segregación de funciones; procedimiento documentado de recuperación en caso de pérdida, con verificación reforzada de identidad y autorización de la alta dirección; registro de accesos y auditoría periódica.

- Procedimiento ante bifurcaciones. Criterios de determinación de la cadena válida; órgano competente para la decisión y plazos; procedimiento de comunicación a los titulares y a las autoridades; medidas de preservación de la integridad del registro durante el período de incertidumbre.
- Plan de continuidad y de recuperación ante desastres. Objetivos de tiempo y de punto de recuperación; redundancia de infraestructuras; copias de seguridad cifradas y geográficamente distribuidas; pruebas periódicas documentadas; procedimiento de activación y de retorno a la normalidad.
- Registro espejo y conciliación. Mantenimiento de un registro espejo fuera de cadena, en formato estructurado e interoperable, y conciliación periódica documentada —al menos mensual y, en todo caso, con ocasión de cada evento corporativo— entre el registro basado en TRD, el registro espejo y el libro registro de acciones nominativas, con procedimiento de resolución de discrepancias y escalado.
- Auditoría del contrato inteligente. Auditoría independiente previa al despliegue y tras cada modificación sustancial, realizada por proveedor con experiencia acreditada; verificación específica de la correcta implementación de las restricciones a la transmisión, de las funcionalidades de bloqueo y de los controles de acceso; conservación de los informes y seguimiento de las recomendaciones.
- Gestión de vulnerabilidades. Programa de identificación, evaluación y remediación de vulnerabilidades; seguimiento de los avisos de seguridad relativos a los componentes empleados; pruebas de intrusión periódicas; canal de comunicación responsable de vulnerabilidades; plazos máximos de remediación en función de la criticidad.
- Procedimiento de suspensión y reanudación. Supuestos tasados que habilitan la suspensión de la operativa del sistema (incidente de seguridad, vulnerabilidad crítica, orden de autoridad competente, discrepancia registral grave); órgano competente para acordarla; comunicación inmediata a los titulares; régimen aplicable a las operaciones en curso; condiciones y procedimiento de reanudación.
- Plan de migración y reversibilidad. Procedimiento documentado de migración del registro a otro sistema basado en TRD, a anotaciones en cuenta o a títulos, con determinación de los supuestos que lo activan, de los plazos, de las obligaciones de cooperación de la ERIR y del proveedor tecnológico, del formato de entrega de la información y del régimen de costes. Debe garantizarse que el emisor dispone en todo momento de la capacidad de reconstruir íntegramente la titularidad al margen del sistema.
- Protección de datos personales en entorno TRD. Aplicación de los principios de minimización y de limitación del plazo de conservación; almacenamiento fuera de cadena de la totalidad de los datos personales, manteniendo en cadena únicamente identificadores seudonimizados sin posibilidad de reidentificación por terceros; determinación expresa de los roles de responsable y encargado del tratamiento y suscripción de los contratos del artículo 28 del Reglamento (UE) 2016/679; información a los interesados; análisis documentado de la articulación de los derechos de rectificación y supresión frente a la inmutabilidad del registro, mediante técnicas de anulación lógica y destrucción de la información de reidentificación; y realización de una evaluación de impacto relativa a la protección de datos con carácter previo al inicio del tratamiento.

Tabla 8. Matriz RACI de gobernanza tecnológica

Proceso	Emisor	ERIR	Proveedor tecnológico	Asesor jurídico / cumplimiento
Diseño y configuración del contrato inteligente	A (aprueba)	C (consultado)	R (ejecuta)	C (valida la implementación de restricciones)
Depósito y actualización del documento de emisión	R (elabora)	A (recibe y custodia)	I (informado)	R (redacta y valida)
Alta de inversores y de direcciones autorizadas	A (aprueba la admisión)	R (ejecuta el alta registral)	I	C (verifica el cumplimiento PBC/FT)
Práctica de asientos de transmisión	C (autoriza conforme a estatutos)	R / A	I	C (resuelve dudas sobre restricciones)
Bloqueo registral por mandamiento o incumplimiento	A (instruye)	R (ejecuta)	C (soporte técnico)	R (verifica el título o la causa)
Conciliación con el libro registro y el Registro Mercantil	A	R	C	I
Auditoría del contrato inteligente	A (contrata y aprueba)	C	C (facilita el código y documentación)	I (recibe el informe)
Gestión de claves de administración	A (define la política)	R (custodia conforme a la política)	C (soporte técnico)	I
Gestión de vulnerabilidades y respuesta a incidentes	A	R	R	C (valoración de obligaciones de notificación)
Decisión ante bifurcación de la red	A (decide)	R (ejecuta y certifica)	C (análisis técnico)	R (dictamen jurídico previo)
Suspensión y reanudación de la operativa	A	R	C	R (verifica la causa y las comunicaciones)
Plan de continuidad y pruebas periódicas	A	R	R	I
Migración o reversibilidad del sistema de representación	A	R	R	R (diseño jurídico y acuerdos sociales)
Protección de datos: EIPD, roles y ejercicio de derechos	A (responsable del tratamiento)	R (encargado)	R (encargado o subencargado)	R (diseño y supervisión)
Reporte periódico al órgano de administración	R / A	C	C	C

R: ejecuta; A: responsable último y aprueba; C: consultado; I: informado. La asignación definitiva deberá reflejarse en el contrato con la entidad responsable de la inscripción y registro y en el contrato con el proveedor tecnológico, y aprobarse formalmente por el órgano de administración.

11. Argumentario de distribución y oportunidad comercial frente a la emisión tradicional

El presente apartado tiene por objeto dotar al emisor y a las entidades intervinientes de un marco riguroso para la comunicación de la operación, delimitando con precisión qué puede afirmarse y qué no debe afirmarse en ningún caso. Su finalidad no es exclusivamente comercial sino, principalmente, de gestión del riesgo: la mayor parte de las contingencias sancionadoras y de las reclamaciones de inversores en operaciones de esta naturaleza tienen su origen en una comunicación imprecisa o excesiva, y no en defectos de la estructura jurídica subyacente.

11.1. Qué aporta realmente la representación mediante tecnología de registros distribuidos

Conviene analizar con honestidad intelectual, y sin concesiones al entusiasmo tecnológico, qué aporta efectivamente la representación mediante TRD frente a las modalidades tradicionales de representación de acciones de sociedades no cotizadas —títulos nominativos o, en los supuestos legalmente admisibles, anotaciones en cuenta—. El resultado de dicho análisis es que la TRD aporta mejoras reales y verificables en el plano registral y operativo, pero no altera en absoluto el perfil de riesgo del activo subyacente ni genera liquidez.

Tabla 9. Comparativa entre la emisión tradicional y la emisión representada mediante TRD

Aspecto	Emisión tradicional (títulos o anotaciones)	Emisión representada mediante TRD	Valoración jurídica
Constitución del registro	Libro registro de acciones nominativas llevado por la sociedad, o registro contable por entidad participante en el caso de anotaciones en cuenta	Registro distribuido con asientos inmutables, llevado bajo la responsabilidad de una entidad responsable de la inscripción y registro	Ventaja real en integridad y resistencia a la manipulación. Requiere, sin embargo, una entidad regulada responsable: no es un registro autónomo ni autogestionado
Acreditación de la titularidad	Certificación de la sociedad con base en el libro registro, o certificado de legitimación de la entidad participante	Consulta del registro y certificación expedida por la ERIR, con disponibilidad prácticamente inmediata	Mejora operativa significativa, especialmente con base accionarial numerosa y eventos corporativos frecuentes
Mecánica de transmisión	Documento de transmisión, comunicación a la sociedad y anotación en el libro registro, con plazos y fricción administrativa	Inscripción en el sistema previa verificación de las restricciones aplicables, con ejecución inmediata una vez autorizada	Mejora real en plazos y en trazabilidad. La validez sigue determinándose conforme al Derecho español y a los estatutos, no conforme al código
Trazabilidad y auditabilidad	Dependiente de la calidad de la llevanza del libro registro; reconstrucción histórica frecuentemente laboriosa	Histórico completo, secuencial e inalterable de todos los asientos, con sello temporal	Ventaja sustancial para auditoría, cumplimiento PBC/FT, atención de requerimientos de autoridades y litigios sobre titularidad
Costes de administración	Costes internos de llevanza; costes crecientes y escalado deficiente con el número de accionistas y de eventos	Coste inicial de implantación superior; coste marginal reducido por accionista y por evento	Ventaja económica apreciable únicamente a partir de una base accionarial amplia o de una operativa recurrente

Aspecto	Emisión tradicional (títulos o anotaciones)	Emisión representada mediante TRD	Valoración jurídica
Fraccionamiento	Limitado por el valor nominal unitario; la división exige acuerdo social (split)	Permite una granularidad elevada dentro de los límites del valor nominal estatutariamente fijado	Ventaja operativa, pero sujeta a los límites del Derecho de sociedades: no cabe fraccionar la acción por debajo de la unidad indivisible
Eventos corporativos	Gestión manual de dividendos, ampliaciones y juntas; identificación de titulares a fecha de corte laboriosa	Identificación automatizada de titulares a fecha de corte; posibilidad de automatizar notificaciones y pagos	Mejora operativa real, condicionada a la integración con los sistemas de pago y a la calidad de los datos de los titulares
Alcance geográfico de la base inversora	Fricción operativa elevada en la incorporación y administración de inversores no residentes	Reducción de la fricción operativa en el alta y administración	La fricción operativa se reduce, pero la fricción regulatoria y fiscal no: cada jurisdicción de destino exige análisis propio de comercialización transfronteriza
Integración con el Registro Mercantil	Correspondencia directa y consolidada entre la documentación societaria y el libro registro	Exige conciliación específica entre el registro basado en TRD, el libro registro y la información registral	Riesgo específico de divergencia que debe mitigarse mediante procedimientos de conciliación y cláusula de prevalencia de la realidad jurídica
Liquidez	Inexistente al margen de transmisiones privadas	Inexistente al margen de transmisiones privadas	Sin diferencia alguna. La TRD no crea mercado, contrapartes ni formación de precios. Este punto debe comunicarse sin ambigüedad
Supervisión	Sin supervisión específica de la emisión no cotizada	Sin supervisión de la emisión; la ERIR es entidad regulada y supervisada en cuanto tal	No cabe presentar la intervención de la ERIR como aprobación, verificación o supervisión de la emisión por la CNMV
Coste de implantación	Bajo; procedimientos consolidados y ampliamente conocidos	Significativo: contrato con la ERIR, desarrollo y auditoría del contrato inteligente, integración operativa y asesoramiento específico	Debe valorarse explícitamente la proporcionalidad del coste respecto del importe de la emisión de dos millones de euros
Madurez tecnológica y precedentes	Práctica plenamente consolidada, con jurisprudencia y doctrina registral asentadas	Marco normativo reciente; práctica en desarrollo; precedentes escasos y criterio supervisor en formación	Existe incertidumbre interpretativa en aspectos relevantes. Se recomienda una posición conservadora y documentar motivadamente cada decisión adoptada

11.2. Mensajes que sí pueden utilizarse y mensajes que no deben utilizarse

Se expone a continuación una delimitación operativa de los mensajes admisibles y de los mensajes prohibidos. Se recomienda que esta delimitación se incorpore como anexo al protocolo de aprobación de material comercial, que sea objeto de formación específica del equipo comercial y que su cumplimiento se verifique mediante revisión previa documentada de todo soporte, incluidas las

comunicaciones verbales guionizadas, las presentaciones, la página web y las comunicaciones en redes sociales.

a) Mensajes que *SÍ* pueden utilizarse

- «Se trata de una inversión en capital de una sociedad anónima española que es cabecera de un grupo dedicado al desarrollo y explotación de instalaciones de surf urbano, ocio y hospitality en Europa.»
- «Las acciones están representadas mediante un sistema basado en tecnología de registros distribuidos, lo que permite un registro íntegro, trazable y auditable de la titularidad y una mecánica de transmisión más eficiente.»
- «La inscripción y el registro de los valores corresponden a una entidad regulada e inscrita en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que actúa como entidad responsable de la inscripción y registro.»
- «Las acciones son acciones ordinarias de una sociedad anónima española, sujetas íntegramente a la Ley de Sociedades de Capital y a los estatutos sociales; la tecnología empleada no altera su naturaleza jurídica ni los derechos que confieren.»
- «La inversión conlleva un riesgo elevado, incluida la posibilidad de pérdida total del capital invertido, y está dirigida exclusivamente a inversores que comprendan y puedan asumir dicho riesgo.»
- «No existe mercado secundario para las acciones; el inversor debe estar en condiciones de mantener su inversión de forma indefinida.»
- «Los proyectos se encuentran en fase de desarrollo y construcción, con los riesgos de ejecución, sobrecoste, retraso y puesta en marcha inherentes a dicha fase.»
- «Los proyectos cuentan con financiación bancaria y de otro tipo a nivel de proyecto, lo que amplifica tanto los retornos potenciales como las pérdidas potenciales del capital.»
- «Las cifras de rentabilidad contenidas en el material del promotor constituyen proyecciones elaboradas por éste, no constituyen compromiso contractual ni garantía alguna, se refieren al rendimiento proyectado de los proyectos a nivel de activo y pueden no materializarse.»
- «El proyecto de Madrid se desarrolla en colaboración con el Club Atlético de Madrid, al amparo de una concesión administrativa del Ayuntamiento y del correspondiente arrendamiento a largo plazo; el proyecto de Birmingham se desarrolla sobre un derecho de leasehold a largo plazo y cuenta con las autorizaciones urbanísticas obtenidas a la fecha indicada.»
- «El grupo emplea tecnología de generación de olas de un proveedor especializado, en virtud de los correspondientes acuerdos de licencia y exclusividad, cuyos términos y riesgos se describen en la documentación de la operación.»

b) Mensajes que *NO* deben utilizarse

- «Emisión autorizada por la CNMV», «supervisada por la CNMV», «verificada por la CNMV» o «registrada en la CNMV». La CNMV no autoriza, verifica ni supervisa emisiones exentas de folleto, y la condición de entidad inscrita de la ERIR no se proyecta sobre la emisión.
- «La tokenización aporta liquidez», «las acciones tokenizadas son líquidas», «podrá vender en cualquier momento» o cualquier formulación que sugiera disponibilidad del capital o existencia de un mercado.

- «Token de surf», «surf token» o cualquier denominación que asimile el instrumento a un criptoactivo, a un token de utilidad o a un activo de consumo. El instrumento es una acción de una sociedad anónima española.
- «Rentabilidad garantizada», «retorno asegurado», «dividendo mínimo», «capital protegido» o cualquier expresión que sugiera garantía de resultado. Tales afirmaciones serían, además, contrarias a la prohibición de acciones con derecho a percibir un interés.
- «Inversión sin deuda» o «proyecto sin apalancamiento». Los proyectos presentan un apalancamiento a nivel de proyecto de aproximadamente el 75% de loan to cost en Madrid y del 70% en Birmingham.
- Presentar las proyecciones del promotor —TIR del 42,2% y múltiplo de 3,1 veces en Madrid, TIR del 35,1% y múltiplo de 2,7 veces en Birmingham, o el agregado del 36,6% y 2,8 veces— como retorno esperado del inversor entrante. Se trata de proyecciones a nivel de proyecto que no incorporan necesariamente el efecto de la estructura de capital, de las comisiones, de la dilución ni del momento de entrada.
- «Inversión en activos inmobiliarios con rentas» o cualquier asimilación a un producto de rentas periódicas. No cabe esperar distribuciones en el corto ni en el medio plazo.
- «Próxima salida a bolsa», «cotizará en BME Growth» o cualquier referencia a una admisión a negociación futura presentada como previsión y no como escenario meramente hipotético sujeto a condiciones que a la fecha no concurren.
- «Inversión respaldada por el Club Atlético de Madrid», «inversión en el Atlético de Madrid» o cualquier formulación que sugiera que un tercero asume riesgo, garantía o responsabilidad respecto de la inversión.
- «Blockchain garantiza la seguridad de su inversión» o cualquier mensaje que traslade las propiedades técnicas del registro al perfil de riesgo económico del activo. La integridad del registro no protege frente al riesgo de pérdida del capital.
- «Acceso a una oportunidad reservada a institucionales», «oportunidad única» o fórmulas de urgencia, exclusividad o presión que puedan comprometer el carácter imparcial, claro y no engañoso de la información.
- Difusión de cifras o fechas procedentes del material del promotor sin previa reconciliación, en particular las referencias temporales inconsistentes detectadas, incluida la fecha materialmente inexistente «31/09/2025».

11.3. Posicionamiento recomendado

El posicionamiento que se recomienda, y que resulta a la vez comercialmente sólido y jurídicamente defendible, consiste en presentar la operación como lo que efectivamente es: una inversión en capital empresarial de un grupo que desarrolla una plataforma paneuropea de surf urbano, ocio y hospitality, en la que la tecnología de registros distribuidos constituye la infraestructura jurídica y de registro empleada para representar las acciones, y no la tesis de inversión. La tesis de inversión es el negocio; la TRD es el medio de representación. Invertir el orden de estos factores en la comunicación no solo genera un riesgo regulatorio evitable, sino que atrae a un perfil de inversor estructuralmente inadecuado y desplaza la atención del inversor desde los riesgos que realmente debe evaluar —construcción, puesta en marcha, apalancamiento, valoración, divisa y salida— hacia un elemento que no determina el resultado de su inversión.

Se recomienda emplear, como formulación de posicionamiento, la siguiente:

La presente operación es una emisión de acciones ordinarias de una sociedad anónima española, cabecera de un grupo que desarrolla y explota una plataforma paneuropea de instalaciones de surf urbano, ocio y hospitality. El inversor adquiere capital empresarial y participa, en proporción a su inversión y en igualdad de condiciones con los restantes accionistas de su clase, tanto en el eventual éxito del proyecto empresarial como en el riesgo de pérdida total de su inversión. La representación de las acciones mediante un sistema basado en tecnología de registros distribuidos constituye exclusivamente la infraestructura jurídica y de registro elegida para documentar la titularidad y articular su transmisión: aporta integridad, trazabilidad y eficiencia administrativa, pero no modifica la naturaleza de la inversión, no reduce su riesgo, no genera liquidez y no constituye, en sí misma, razón alguna para invertir. La decisión de inversión debe fundarse exclusivamente en el análisis del proyecto empresarial, de su plan de negocio, de su estructura de financiación y de los riesgos descritos en la documentación de la operación.

11.4. Comparación con el precedente OpenBrick / Madrid Yield Rent

Dado que el precedente de Madrid Yield Rent SOCIMI, con OpenBrick como infraestructura, constituye la referencia más próxima en el mercado español, procede realizar una comparación sistemática que permita identificar con precisión qué elementos resultan metodológicamente aprovechables y cuáles no son trasladables.

Tabla 10. Comparación con el precedente OpenBrick / Madrid Yield Rent SOCIMI

Elemento	Madrid Yield Rent SOCIMI	KELPA, S.A.	Conclusión
Tipo de activo	Cartera residencial en régimen de arrendamiento, bajo régimen SOCIMI	Participaciones en sociedades titulares de proyectos de surf urbano, ocio y hospitality en España y Reino Unido	Perfiles de activo radicalmente distintos; el análisis de riesgo y la narrativa no son trasladables
Fase del activo	Cartera cerrada y en explotación, con rentas en curso	Proyectos en fase de desarrollo y construcción, sin ingresos estabilizados	Diferencia estructural determinante: riesgo de construcción y de puesta en marcha ausente en el precedente
Importe de la emisión	EUR 6.000.000 mediante aumento de capital	EUR 2.000.000 entre valor nominal y prima de emisión, mediante aumento de capital	Ambos importes se sitúan holgadamente por debajo de los umbrales que determinarían la obligación de folleto, con la debida atención a las reglas de agregación
Clase de acciones	Clase única de acciones	Acciones ordinarias, eventualmente configuradas como clase B diferenciada	La creación de una clase diferenciada añade complejidad: exige delimitación precisa de derechos, votación separada por clases y revisión de los límites legales a los privilegios
Ticket mínimo y máximo	Mínimo de EUR 10.000; máximo de EUR 1.000.000	Pendiente de determinación [●]	El ticket mínimo debe fijarse en coherencia con la exención de folleto invocada y con el mercado objetivo; un mínimo de

Elemento	Madrid Yield Rent SOCIMI	KELPA, S.A.	Conclusión
			EUR 100.000 reforzaría sustancialmente la posición
Entidad responsable de la inscripción y registro	Iberclear	URSUS-3 Capital A.V., S.A. (agencia de valores inscrita en la CNMV); datos registrales [●]	Ambas son entidades reguladas. Debe delimitarse contractualmente con precisión el alcance del mandato y, en particular, si comprende o no funciones de colocación
Infraestructura tecnológica	OpenBrick como infraestructura de mercado	Proveedor tecnológico pendiente de designación [●]	Debe verificarse la interoperabilidad con la ERIR, la auditabilidad del contrato inteligente y la existencia de un plan de reversibilidad
Cotización y negociación secundaria	Distinción expresa entre mercado primario, función de la ERIR y eventual negociación secundaria futura bajo régimen piloto	Sin admisión a negociación ni previsión de negociación secundaria; transmisiones exclusivamente privadas	Coincidencia metodológica en la distinción conceptual, que debe mantenerse con el mismo rigor y sin generar expectativas
Rentas garantizadas	Rentas garantizadas por el sponsor	Sin garantía alguna de rentas ni de retorno; no cabe esperar distribuciones a corto ni medio plazo	Diferencia crítica. Cualquier traslación de la narrativa del precedente en materia de rentas sería gravemente inadecuada
Apalancamiento	Propio de una SOCIMI con cartera en explotación, sujeto a los límites y características del régimen	Aproximadamente 75% de loan to cost en Madrid, mediante financiación bancaria y préstamo participativo; aproximadamente 70% en Birmingham	Perfil de apalancamiento de desarrollo, con amplificación significativa del riesgo del capital
Perfil de riesgo	Riesgo inmobiliario de renta, con flujos en curso y valoración de mercado contrastable	Riesgo de capital de desarrollo y crecimiento, con exposición adicional a riesgo tecnológico, operativo, de divisa y de salida	El mercado objetivo de KELPA es sustancialmente más restringido que el del precedente
Plan de contingencia de liquidez	Previsión de evolución hacia BME Scale o BME Growth	Escenarios de liquidez identificados en términos estrictamente condicionales, sin compromiso alguno	Referencia metodológica útil, pero su viabilidad depende de requisitos que a la fecha no concurren en KELPA

Conclusión: la estructura de OpenBrick y Madrid Yield Rent constituye una referencia metodológica valiosa —en cuanto acredita la viabilidad operativa de una emisión de acciones representadas mediante TRD con intervención de una entidad responsable de la inscripción y registro y con una distinción rigurosa entre mercado primario, función registral y eventual mercado secundario—, pero no es un precedente trasladable. Las diferencias en el tipo de activo, en su fase de maduración, en la existencia de rentas, en el perfil de apalancamiento y en el perfil de riesgo del capital son de tal entidad que cualquier traslación acrítica de la narrativa, del mercado objetivo, de los parámetros de ticket o del plan de contingencia resultaría materialmente inadecuada y potencialmente generadora de responsabilidad. El precedente debe emplearse para aprender de su metodología, no para replicar su mensaje.

11.5. Secuencia de ejecución recomendada

Se propone a continuación una hoja de ruta de ejecución, articulada en fases y con indicación de hitos, responsables, plazos indicativos y condiciones precedentes. Los plazos se expresan en semanas desde el inicio del proceso y tienen carácter estrictamente orientativo, dependiendo de la disponibilidad de información, de los tiempos de negociación con la ERIR y el proveedor tecnológico y de los plazos registrales.

Tabla 11. Hoja de ruta de ejecución

Fase	Hitos	Responsable	Plazo indicativo	Precedente necesario
1	Opinión jurídica de perímetro AIF/EICC: análisis de sustancia conforme a la Directiva 2011/61/UE y a la Ley 22/2014; verificación de la aplicabilidad de la exclusión de sociedades holding; conclusión motivada y documentada	Asesor jurídico externo, con validación del órgano de administración	Semanas 1 a 4	Ninguno. Constituye el gating item absoluto: no debe iniciarse ninguna actuación posterior con terceros sin conclusión favorable
2	Due diligence jurídica, fiscal y técnica del grupo: estructura societaria, titularidad de activos, concesión y arrendamientos de Madrid, leasehold de Birmingham, contratos de licencia y exclusividad de la tecnología, contratos de construcción, financiaciones y covenants, litigios y contingencias	Asesores del emisor	Semanas 1 a 8	Acceso completo a la documentación del grupo
3	Reconciliación documental: depuración íntegra de las cifras y referencias temporales del material del promotor, incluida la corrección de la fecha inexistente; determinación del cap table plenamente diluido; fijación de la valoración, del precio por acción, del valor nominal y de la prima	Emisor y asesor financiero	Semanas 4 a 8	Due diligence en estado avanzado
4	Estrategia de oferta y perímetro de exención de folleto: elección de la exención aplicable; fijación del ticket mínimo; determinación del número máximo de destinatarios no cualificados; análisis de agregación a doce meses; decisión documentada sobre la existencia o no de publicidad dirigida al público y, en consecuencia, sobre la aplicación del artículo 36 LMVSI	Asesor jurídico y emisor	Semanas 5 a 9	Fase 1 concluida favorablemente

Fase	Hitos	Responsable	Plazo indicativo	Precedente necesario
5	Transformación en sociedad anónima: informe de administradores, balance de transformación y, en su caso, informe de experto independiente; acuerdo de junta general; otorgamiento de escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil	Emisor, asesor jurídico y notario	Semanas 6 a 14	Fases 2 y 3 concluidas; estatutos aprobados
6	Aprobación de estatutos y del pacto de socios: redacción y negociación de los estatutos con la cláusula de representación mediante TRD y las restricciones a la transmisión; negociación del pacto de socios y del documento de adhesión; calificación registral previa recomendada	Emisor, asesor jurídico e inversores de referencia	Semanas 6 a 14	Fase 4 concluida
7	Contratación de la ERIR y del proveedor tecnológico: negociación y firma del contrato con la entidad responsable de la inscripción y registro, con delimitación expresa del alcance (registro y, en su caso, colocación); contrato con el proveedor tecnológico con acuerdos de nivel de servicio, reversibilidad y protección de datos	Emisor y asesor jurídico	Semanas 8 a 16	Fases 1 y 4 concluidas
8	Documento de emisión y configuración técnica: elaboración del documento de emisión con el contenido legalmente exigible; desarrollo y auditoría independiente del contrato inteligente; implantación del régimen de direcciones autorizadas y de las funcionalidades de bloqueo; registro espejo	Emisor, ERIR y proveedor tecnológico	Semanas 12 a 20	Fase 7 concluida; estatutos aprobados
9	Marco de cumplimiento normativo: análisis de riesgo y manual PBC/FT de la operación; ficha de mercado objetivo conforme a las cinco categorías ESMA; memorándum de calificación PRIIPs; evaluación de impacto en protección de datos; protocolo de gobernanza tecnológica y matriz RACI	Función de cumplimiento, asesor jurídico y distribuidor	Semanas 10 a 20	Fase 4 concluida
10	Documentación de la oferta: términos y condiciones;	Asesor jurídico y entidad autorizada	Semanas 14 a 22	Fases 6, 8 y 9 concluidas

Fase	Hitos	Responsable	Plazo indicativo	Precedente necesario
	documento informativo al inversor con el conjunto de advertencias; formulario de suscripción con declaraciones de residencia fiscal y de clasificación; documento de adhesión al pacto de socios; validación previa de todo el material de comercialización			
11	Acuerdos sociales del aumento de capital: informe de administradores y, en caso de exclusión del derecho de suscripción preferente, informe de experto independiente designado por el Registro Mercantil y soporte de valoración; convocatoria y celebración de la junta general	Emisor, asesor jurídico y experto independiente	Semanas 18 a 24	Fases 5, 6 y 10 concluidas
12	Comercialización y suscripción: contacto con inversores exclusivamente a través del canal autorizado; clasificación de clientes; evaluación de idoneidad o conveniencia; diligencia debida y cribado de sanciones; recepción de suscripciones y desembolso en dinero fiduciario	Entidad autorizada y emisor	Semanas 22 a 34	Fases 10 y 11 concluidas
13	Cierre y formalización: certificación bancaria del desembolso; otorgamiento de escritura pública de aumento de capital; inscripción en el Registro Mercantil; alta de los titulares y emisión registral en el sistema basado en TRD; depósito del documento de emisión ante la ERIR	Emisor, notario y ERIR	Semanas 34 a 40	Fase 12 concluida
14	Posterior al cierre: conciliación inicial entre el registro basado en TRD, el libro registro de acciones nominativas y la información registral; implantación del reporting periódico a inversores; constitución del comité de gobernanza tecnológica; revisión periódica del mercado objetivo y de la matriz de riesgos	Emisor, ERIR y función de cumplimiento	A partir de la semana 40, con carácter recurrente	Cierre efectuado

12. Conclusiones y recomendaciones

Del análisis desarrollado en los apartados precedentes se desprende que la operación proyectada —la emisión por KELPA, S.A. de acciones ordinarias representadas mediante un sistema basado en tecnología de registros distribuidos, por un importe de dos millones de euros entre valor nominal y prima de emisión, mediante aumento de capital primario— resulta jurídicamente viable conforme al Derecho español vigente, siempre que se ejecute con un diseño riguroso y se adopten las cautelas que se exponen a continuación. La viabilidad no es, sin embargo, incondicionada: existen cuestiones de perímetro regulatorio que deben resolverse con carácter previo, y existe un riesgo de comunicación que, de no gestionarse adecuadamente, puede comprometer el conjunto de la operación con independencia de la solidez de su estructura jurídica.

Se formulan, en consecuencia, las siguientes recomendaciones, ordenadas conforme a su prioridad y a la secuencia lógica de ejecución:

25. Obtener, con carácter previo a cualquier otra actuación frente a terceros, una opinión jurídica específica sobre el perímetro de fondo de inversión alternativa y de entidad de inversión colectiva de tipo cerrado. Esta opinión constituye el gating item absoluto de la operación: su conclusión condiciona la viabilidad misma del diseño propuesto, y una conclusión desfavorable obligaría a replantear la estructura en su integridad. Debe documentarse la estrategia empresarial del grupo ejecutada a través de sus filiales y acreditarse que el emisor no se ha constituido principalmente para generar rendimientos mediante desinversión. Debe tenerse presente que la transformación en sociedad anónima no constituye en modo alguno un puerto seguro a estos efectos.
26. Ejecutar la transformación de KELPA, S.L. en sociedad anónima con anterioridad a cualquier actuación de comercialización, por cuanto las participaciones de una sociedad de responsabilidad limitada no tienen la consideración de valores negociables y no admiten, por tanto, su representación mediante sistemas basados en tecnología de registros distribuidos. La secuencia transformación-aumento de capital debe planificarse y documentarse con precisión, incluido su tratamiento fiscal.
27. Fijar y documentar la estrategia de oferta y la exención de folleto invocada, con control riguroso del número de destinatarios no cualificados por Estado miembro, acreditación individualizada de la condición de inversor cualificado, análisis documentado de agregación de ofertas en el período de doce meses y prohibición expresa de cualquier fragmentación artificial. Se recomienda fijar un ticket mínimo que refuerce la posición, valorando especialmente el umbral de cien mil euros por inversor.
28. Adoptar una decisión expresa y documentada sobre la estrategia de comunicación y, en particular, sobre la existencia o no de publicidad dirigida al público. De existir, contratar formalmente a una entidad autorizada para la prestación de servicios de inversión con el mandato específico de validar la información entregada a los inversores y de supervisar el proceso de comercialización, conforme al artículo 36 de la LMVSI.
29. Delimitar contractualmente, con carácter previo al inicio de la comercialización y sin margen de ambigüedad, las tres funciones que comercialmente parecen una: la de entidad responsable de la inscripción y registro, la de asistencia técnica al emisor y la de colocación y distribución. Debe quedar determinado quién distribuye, quién mantiene la relación MiFID con el inversor y quién realiza los controles de comercialización. La condición de ERIR no sustituye al distribuidor.
30. Implantar un marco completo de gobierno de producto conforme a MiFID II, con determinación de quién asume la condición de fabricante y de distribuidor, elaboración de la

ficha de mercado objetivo conforme a las cinco categorías ESMA en sus vertientes positiva y negativa, definición de la estrategia de distribución, acuerdos de intercambio de información y procedimiento de revisión periódica documentada.

31. Descartar expresamente cualquier modalidad de comercialización sin evaluación. No debe asumirse que unas acciones privadas representadas mediante TRD sean instrumentos no complejos ni aptas para la mera ejecución, dadas las limitaciones de disposición, la ausencia de derecho de reembolso y la inexistencia de precios públicos observables o validados independientemente. Debe articularse, como mínimo, una evaluación de conveniencia documentada y, preferentemente, asesoramiento con evaluación de idoneidad.
32. Elaborar y conservar un memorándum específico de calificación conforme al Reglamento PRIIPs con anterioridad a cualquier distribución dirigida a inversores minoristas, manteniendo la estructura como acciones ordinarias *pari passu* sin vehículo interpuesto ni perfil de rendimiento estructurado, y valorando la elaboración voluntaria de un documento informativo conservador aunque se concluya que el documento de datos fundamentales no resulta exigible.
33. Revelar con transparencia íntegra el esquema de comisiones del promotor —comisión de adquisición del 1%, de desarrollo del 3%, de gestión del 1% y de éxito del 20% sobre un umbral del 8%—, incluyendo una ilustración del impacto agregado sobre el retorno neto del inversor, así como las operaciones vinculadas, el riesgo de dilución futura y, con especial énfasis, si los fondos captados sustituyen total o parcialmente compromisos de aportación previamente asumidos por accionistas existentes.
34. Advertir de forma sistemática, destacada y contigua a cada mención, que todas las cifras de rentabilidad contenidas en el material del promotor constituyen proyecciones y no retorno contractual ni garantía, que se refieren al rendimiento de los proyectos a nivel de activo y que no deben interpretarse como retorno esperado del inversor entrante. Reconciliar íntegramente las referencias temporales inconsistentes del material, incluida la fecha materialmente inexistente, antes de cualquier circulación.
35. Prohibir de forma expresa, mediante protocolo escrito de aprobación previa de todo material de comercialización, el empleo de las expresiones «autorizado por la CNMV», «la tokenización aporta liquidez», «token de surf», «rentabilidad garantizada» e «inversión sin deuda», así como cualquier formulación equivalente. Impartir formación específica al equipo comercial y archivar todas las versiones del material difundido.
36. Incorporar en toda la documentación la formulación literal recomendada en materia de ausencia de mercado secundario, dejando constancia inequívoca de que la ERIR no es un centro de negociación, de que las transmisiones se realizan de forma privada y de que el inversor debe estar en condiciones de mantener su inversión de forma indefinida y de soportar la pérdida total del capital.
37. Diseñar el sistema basado en TRD con régimen obligatorio de direcciones autorizadas, verificación previa de todas las transmisiones frente a las restricciones estatutarias y contractuales, funcionalidades de bloqueo registral para la atención de mandamientos de autoridad competente y de supuestos de incumplimiento, y capacidad de reasignación registral acreditada la identidad del titular. Debe quedar expresamente establecida la prevalencia de la realidad jurídica sobre el estado del registro.
38. Aprobar un protocolo de gobernanza tecnológica con comité de gobernanza, matriz de responsabilidades, política de gestión y recuperación de claves, procedimiento ante

bifurcaciones, plan de continuidad y de recuperación ante desastres, registro espejo con conciliación periódica documentada, auditoría independiente del contrato inteligente, programa de gestión de vulnerabilidades, procedimiento de suspensión y reanudación, y plan de migración o reversibilidad del sistema de representación.

39. Asumir contractual y operativamente un estándar de prevención del blanqueo de capitales equivalente al de sujeto obligado, con independencia de la calificación formal del emisor, y establecer como regla inderogable que la suscripción y el desembolso se realizarán exclusivamente en dinero fiduciario mediante transferencia desde una cuenta a nombre del propio suscriptor en una entidad de crédito del Espacio Económico Europeo o de jurisdicción equivalente, no admitiéndose criptoactivos como contraprestación, pagos en efectivo ni transferencias ordenadas por terceros.
40. Obtener un análisis fiscal específico sobre la incidencia del artículo 314 de la LMVSI y de su cláusula antielusión relativa a entidades con activo mayoritariamente inmobiliario, dada la composición del activo del grupo, con análisis de la afectación de los inmuebles a actividades económicas en cada fase del proyecto, así como sobre el régimen de retenciones aplicable en función de la residencia fiscal de los suscriptores y sobre las obligaciones informativas derivadas de la calificación del instrumento como valor y no como criptoactivo.
41. Documentar con el máximo rigor el acuerdo de aumento de capital y, en su caso, la exclusión del derecho de suscripción preferente, con informe completo y motivado de los administradores, informe de experto independiente designado por el Registro Mercantil cuando resulte preceptivo, soporte de valoración independiente que acredite la correspondencia del valor de emisión con el valor razonable y justificación detallada del interés social, a fin de minimizar el riesgo de impugnación.
42. Adaptar los estatutos sociales y negociar el pacto de socios conforme a las consideraciones del apartado 10, prestando especial atención a la cláusula de representación mediante TRD, a las restricciones a la transmisibilidad con determinación expresa de las causas de denegación, a la articulación con el libro registro de acciones nominativas, a la sindicación de voto de los titulares de acciones tokenizadas con designación de un representante común, y a la previsión del régimen aplicable a bifurcaciones, pérdida de claves y sucesión.
43. Formular la política de dividendos en términos estrictamente condicionales, sin comprometer dividendo mínimo ni retorno garantizado de clase alguna, advirtiendo expresamente de que no cabe esperar distribuciones en el corto ni en el medio plazo, explicando la dependencia del holding respecto de la capacidad de distribución de sus filiales y de las limitaciones derivadas de la financiación de los proyectos, y regulando con precisión la fecha de corte, la mecánica de pago y el régimen de retenciones.
44. Revelar de forma destacada el apalancamiento a nivel de proyecto —aproximadamente un 75% de loan to cost en Madrid y un 70% en Birmingham—, el riesgo de construcción y de puesta en marcha, la dependencia tecnológica respecto del proveedor de la tecnología de generación de olas y la exposición al tipo de cambio entre la libra esterlina y el euro, con ilustración del efecto de escenarios adversos sobre el valor del capital.
45. Implantar la matriz de riesgos del apartado 9 como instrumento vivo de gestión, con revisión al menos trimestral durante la preparación y ejecución de la operación y reporte formal al órgano de administración, dejando constancia en acta de las decisiones adoptadas respecto de cada riesgo relevante y del seguimiento de las medidas de mitigación.

46. Ejecutar la operación conforme a la secuencia de fases propuesta en el apartado 11.5, respetando estrictamente las condiciones precedentes de cada fase y, muy singularmente, la prohibición de iniciar cualquier actuación de comercialización con anterioridad a la conclusión favorable del análisis de perímetro, a la aprobación de los estatutos y a la validación del material informativo por la entidad autorizada.

ADVERTENCIA FINAL. El presente informe se ha elaborado con carácter preliminar, sobre la base de la documentación facilitada y del marco normativo vigente a la fecha de su emisión, y refleja el estado de la información disponible en dicho momento. Diversos extremos relevantes de la operación se encuentran pendientes de determinación —entre ellos, el cap table plenamente diluido, el precio por acción, el valor nominal y la prima de emisión, el número exacto de acciones a emitir, el ticket mínimo y máximo, los datos registrales del emisor y de la entidad responsable de la inscripción y registro, la identidad del proveedor tecnológico, el alcance definitivo del mandato de la ERIR, la versión definitiva de los estatutos sociales y del pacto de socios y el uso detallado de los fondos—, y han sido señalados mediante la indicación [●] allí donde procedía. Adicionalmente, el marco normativo aplicable a los instrumentos financieros representados mediante sistemas basados en tecnología de registros distribuidos es de implantación reciente, no existe criterio supervisor plenamente consolidado respecto de varias de las cuestiones analizadas y la práctica de mercado se encuentra en formación, por lo que determinadas conclusiones se han formulado adoptando deliberadamente la posición más conservadora. En consecuencia, el presente informe requiere una revisión íntegra una vez se disponga de los datos definitivos de la operación, así como validación regulatoria y fiscal específica, con anterioridad a su circulación entre terceros y, en todo caso, con anterioridad al inicio de cualquier actuación de comercialización. El presente documento no constituye asesoramiento jurídico, fiscal, financiero ni de inversión definitivo, ni recomendación de suscripción alguna.