



FACULTAD DE DERECHO

# **BLOCKCHAIN Y MERCADOS DE CAPITALES: REGULACIÓN Y COMPARATIVA INTERNACIONAL DE LAS ICOs**

Autor: Ignacio de Loyola García García  
5º E3-B  
Derecho Mercantil

Tutor: Pablo Sanz Bayón

Madrid  
Abril 2020

## RESUMEN

---

En el presente trabajo se analiza la problemática jurídica que presenta el creciente fenómeno de las Emisiones Iniciales de Criptomonedas (ICOs). En primer lugar, se analizan algunos de los factores que desembocaron en la aparición de estas emisiones de criptoactivos y el funcionamiento del ecosistema Blockchain en el que se desarrollan, para posteriormente analizar los desafíos que presenta su calificación jurídica en relación con su naturaleza y los derechos y obligaciones tanto de emisores como inversores. Para ello se repasará la regulación aplicada a las ICOs en distintos países y se analizarán las recomendaciones efectuadas en cada uno de ellos por los organismos reguladores de los mercados a fin de conocer la situación regulatoria actual y proponer alternativas que se adapten mejor a la complejidad de este fenómeno.

## PALABRAS CLAVE

---

Initial Coin Offering (ICO), Initial Public Offering (IPO), CNMV, SEC, Blockchain, FinTech, Regulación, Internacional, Oferta pública de valores, Tokens, Criptoactivos, Mercado de valores.

## 1. ASPECTOS JURÍDICOS DE LAS ICOs

En los últimos años hemos sido testigos de grandes avances en el ámbito de la tecnología. Estos avances han dado lugar a múltiples aplicaciones útiles, también en el ámbito de los mercados financieros.

Una de las aplicaciones que más interés ha generado ha sido la de las ICOs o emisiones iniciales de criptomonedas que se realizan a través de la tecnología Blockchain. Las ICOs, ofrecen enormes posibilidades relacionadas con la financiación empresarial o la búsqueda de inversiones financieras verdaderamente rentables. No obstante, la incertidumbre sobre la naturaleza jurídica de los *tokens*, los derechos que conceden a quienes los adquiere, la naturaleza de las relaciones comprador-emisor, o la propia regulación del fenómeno suponen enormes desafíos en el ámbito jurídico, siendo verdaderamente necesaria una regulación específica y homogeneizada entre los distintos países que garantice un mínimo de seguridad jurídica a estas emisiones de criptoactivos.

En este trabajo se pretende realizar un estudio del fenómeno de las ICOs, analizando las causas que las originan, sus características y su regulación actual en distintos países a día de hoy. El objetivo es, en primer lugar, comprender la configuración jurídica y el mecanismo de funcionamiento de las ICOs. Ello nos permitirá comprender mejor el por qué de las regulaciones que están dando los distintos países al fenómeno en cuestión y valorar si se adecuan a la magnitud del desafío jurídico que se plantea y proponer algunas medidas o cambios que podrían implementarse para alcanzar mayor seguridad jurídica para proteger tanto a emisores como a compradores.

La metodología a seguir consistirá en una revisión bibliográfica combinada con la revisión de las publicaciones y recomendaciones de los organismos reguladores de los mercados en cada país, lo que nos permitirá realizar una comparativa de las distintas posturas de las autoridades de los distintos países y tratar de encontrar las debilidades y fortalezas de cada una de ellas y cómo puede beneficiarse de las aportaciones de los demás.

*Europe*)<sup>2</sup>. Si bien los avances logrados en este aspecto han sido escasos, el problema del excesivo peso de la financiación bancaria en las empresas europeas sigue siendo una realidad, ya que, si bien es abundante y barata debido a los bajos tipos de interés y a los incentivos a la concesión de créditos, no es la más adecuada para empresas pequeñas, con escasos recursos o con un fuerte componente de innovación, lo cual supone riesgos que en general los bancos no están dispuestos a asumir. Esta situación es la que se da con mayor frecuencia en Europa, cuyo tejido productivo está lleno de pequeñas empresas que no cuentan con activos en garantía, un historial crediticio o una corriente estable de flujos financieros que les permita acceder a este tipo de financiación.

No obstante, el problema surge cuando estas mismas empresas, debido a los elevados costes fijos de emisión, las exigencias administrativas e informativas y el largo procedimiento que conlleva tampoco pueden acceder a los mercados de capitales tradicionales para obtener financiación. Si bien los mercados son mucho más abiertos a financiar pequeños proyectos y a asumir mayores riesgos en base a la expectativa de rendimientos futuros, las pequeñas empresas, con sus limitados recursos, no tienen la posibilidad de cotizar en estos mercados, por lo que se terminan encontrando en una situación en la que la financiación proviene únicamente de los propietarios y de los resultados del negocio, lo cual supone un freno tanto al crecimiento de las empresas como a la innovación en términos generales. Esta situación contrasta con la de EE. UU., donde las facilidades para acceder a la financiación de los mercados son mucho mayores y, por tanto, la dependencia del sector bancario y la vulnerabilidad que se deriva de los altibajos de éste se reducen considerablemente.

Pues bien, esta situación, que se da con especial intensidad en Europa debido a la configuración estructural de su tejido empresarial, es la que pretende afrontar la UMC, proponiendo una serie de medidas orientadas a la diversificación de fuentes de financiación<sup>3</sup>. Entre estas medidas, destacan especialmente las que se refieren a la reducción de las exigencias para acceder a los mercados de valores tradicionales, pero también se hace gran hincapié en las propuestas de regulación sobre plataformas de financiación participativa (*crowdfunding* y *peer to peer lending*). Éstas son formas de

---

<sup>2</sup> Monti M., “Una Nueva Estrategia para el Mercado Único”, pp. 62-66, mayo 2010.

<sup>3</sup> Berges Á. & Ontiveros E., “De la Unión Bancaria a la Unión de Mercado de Capitales”, junio 2018.

automatización y la instantaneidad, el uso de la Red, la inteligencia artificial, la biometría, o la *Distributed Ledger Technology* (DLT), entre otros<sup>4</sup>. Este es el concepto que IOSCO (Organización Mundial de Comisiones de Valores) ofrece de *FinTech* y que es compartido en gran medida por múltiples organismos internacionales y autoridades. Sin embargo, se trata de una definición muy genérica, que se limita a destacar como elemento característico el desarrollo de la tecnología como forma de revolucionar el funcionamiento del sector financiero y los servicios y productos que en él se ofrecen<sup>5</sup>.

Así, el concepto de *FinTech* de IOSCO abarca una gran cantidad de actividades y figuras, desde las filiales *FinTech* de entidades de crédito autorizadas, pasando por la ampliación de las actividades de otras empresas financieras que comienzan a ofrecer servicios similares a los bancos (planteándose la necesidad de autorizarlas y supervisarlas como tal), hasta los nuevos participantes que entran a competir en los mercados financieros con las entidades tradicionales. Pese a que resulta claro que dentro del concepto pueden incluirse un rango amplísimo de actividades, lo relevante para su calificación como *FinTech* es su capacidad disruptiva, es decir, de transformar verdaderamente la industria, y no simplemente traer mejoras a los productos y servicios tradicionales. Habida cuenta de ello, podría definirse como *FinTech* todo servicio o modelo de negocio que se desarrolle en el sector financiero a través de tecnología disruptiva.

Como ya se ha constatado al tratar sobre la Unión de Mercados de Capitales europea, *Fintech* es una realidad que se encuentra muy presente en las consideraciones de las autoridades y organismos internacionales debido a su enorme potencial transformador de una industria clave en toda economía, cuya desestabilización puede suponer graves problemas.

En el marco internacional varias jurisdicciones han comenzado a elaborar normativas para abordar este desafío, si bien aún se encuentran en un estado prematuro. Se trata de campos de pruebas normativos más conocidos como *sandboxes*, que permiten ir elaborando una regulación adecuada en base a la experiencia<sup>6</sup>. A pesar de ello, la

---

<sup>4</sup> FSB, “Monitoring Fintech”. (Disponible en: <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/policy-development/additional-policy-areas/monitoring-of-fintech/>)

<sup>5</sup> IOSCO, “Pronunciamientos de los Reguladores sobre Ofertas Iniciales de Criptomonedas”.

<sup>6</sup> BBVA, Sebastián Cermeño J., “Blockchain in Financial Services: Regulatory Landscape and Future Challenges for its Commercial Application”, diciembre 2016.

base de una legislación armonizada y equilibrada que genere confianza a usuario y autoridades y que no suponga barreras para la innovación.

c) La tecnología *Blockchain*

Dentro de la amplísima variedad de figuras que tienen cabida en el término *FinTech*, una de las que más se ha popularizado en los últimos años debido a las posibilidades que ofrece es la tecnología *Blockchain*, también conocida como *Distributed Ledger Technology* (DLT) o Cadena de Bloques. Es debido a esta tecnología que las ICOs que analizamos en este estudio son posible, por lo que es necesario también detenerse en ella para comprender y valorar su potencial.

Aunque *Blockchain* es conocido en gran medida gracias *Bitcoin* y otras criptomonedas similares, la realidad es que se trata de una tecnología cuyas aplicaciones se extienden mucho más allá de ese ámbito y su funcionamiento, verdaderamente disruptivo, está suponiendo una alteración del modelo de confianza tradicional en que se basa nuestra cultura y nuestro Derecho<sup>9</sup>. Así, debemos analizar en primer lugar las características y funcionamiento de esta tecnología, así como los desafíos que supone y algunas de sus aplicaciones más destacadas, entre las que se encuentran las ICOs.

Tradicionalmente, instituciones, empresas y particulares se han servido de libros para realizar asientos y anotaciones a fin de llevar un registro preciso de las transacciones que realizaban. Los titulares de estos libros concentraban toda la información referida a tales transacciones, teniéndola a su disposición para consultarla e incluso modificarla en cualquier momento y pudiendo actuar como intermediarios cuando otros sujetos la necesitaban para realizar sus operaciones, ya que, al no ser pública, no había otra forma de acceder a ella<sup>10</sup>. Así, el titular del libro registro se convertía en una especie de autoridad central que ejercía de intermediaria en las operaciones entre otros agentes, con un control total sobre la información y en quien los agentes debían confiar para la verificación y protección de la información.

---

<sup>9</sup> Nakamoto S., “Bitcoin: A peer-to-peer electronic cash system”, mayo 2009. (Disponible en: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>).

<sup>10</sup> Boucher P. “How blockchain technology could change our lives”, In-depth Analysis, European Parliamentary Research Service, febrero 2017, p. 5.

incluirán en el bloque. Cuando un bloque se llena de transacciones propuestas, el nodo que lo ha creado lo someterá a la aprobación de los demás nodos. Si estos los aprueban, se incluye en el libro registro y no podrá ser eliminado, ya que se encuentra en todas las copias de todos los nodos que participan en la red.

De todas las consideraciones anteriores podemos identificar ciertos elementos que caracterizan a Blockchain. Estas características son las siguientes:

- **Transparencia:** dado que todos los usuarios de las redes *blockchain* pueden acceder a su copia del libro registro, de forma que en cualquier momento pueden consultar la información sobre las transacciones que se realizan en la red. Existen incluso algunas redes *blockchain* en las que las personas que no participan en ella pueden acceder también a esa información, como ocurre en Bitcoin o Ethereum.

No obstante, esta transparencia no implica que se pueda conocer la identidad de los autores de las transacciones, ya que, si bien en algunas redes es necesario que los participantes se identifiquen personalmente, la mayoría no exigen este requisito, de tal forma que cada usuario se identifica con un código, que será el que figure vinculado a las operaciones. Pese a presentar ciertas ventajas, esta posibilidad de anonimato ha resultado ser atractiva para actividades ilícitas, siendo especialmente preocupante para el legislador el blanqueo de capitales.

- **Irrevocabilidad:** se debe a que, una vez que la información se ha incorporado a la red *blockchain*, no es posible eliminarla salvo en casos concretos. Dado que la información se encuentra en todas las copias del libro registro distribuidas entre los nodos, eliminar esa información no sería posible, ya que cualquier alteración en la copia de un nodo provocaría un cambio en el hash del bloque, lo que sería fácilmente identificable por los demás participantes de la red, que rechazarían el cambio. La única posibilidad de modificación o eliminación de los datos pasaría por el acuerdo de la mayoría de los nodos, por lo que es indispensable que éstos actúen de forma honesta.
- **Inmutabilidad:** la modificación de los datos ya incorporados a la red resulta compleja, ya que la modificación de los datos provocaría también una variación

- Criptomonedas

El BCE, en sus “*Virtual Currency Schemes*”, define las criptomonedas como “*un tipo de dinero digital y no regulado, normalmente emitido y controlado por sus desarrolladores, y usado y aceptado entre los miembros de una comunidad virtual concreta*”<sup>12</sup>. Por su parte, la Quinta Directiva del Parlamento y el Consejo sobre prevención del uso del sistema financiero para el blanqueo de capitales aprobada en 2015 también define las criptomonedas, haciendo especial énfasis en el hecho de que éstas no se encuentran garantizadas por ningún banco central ni autoridad pública y que no tiene el estatuto jurídico de moneda, pero que aún así es aceptada como medio de pago electrónico.

Si bien estas definiciones no reflejan la importancia de Blockchain, lo cierto es que sin él no sería posible el sistema de pago mediante criptomonedas. No en vano, la criptomoneda es la aplicación más extendida de Blockchain, con Bitcoin y Ethereum a la cabeza, aunque existen multitud de ellas.

No obstante, existen ciertos aspectos que aún hoy preocupan al legislador y a las entidades supervisoras de los mercados, como la falta de protección de los inversores, el blanqueo de capitales, la evasión fiscal, por lo que es frecuente que emitan estudios y advertencias sobre los riesgos de invertir en criptomoneda. En cualquier caso, ni los bancos ni los Estados quieren perderse el auge de la moneda virtual, por lo que muchos han iniciado proyectos para emitir sus propias criptomonedas.

- Smart contracts

Los *smart contracts* o contratos inteligentes se suelen definir como contratos autoejecutables, ello siempre que cumplan los tres requisitos básicos de consentimiento, objeto y causa. Estos contratos, al ejecutarse de forma automática una vez se da una determinada condición, evitan el incumplimiento, el cumplimiento defectuoso, los retrasos o los litigios para exigir el cumplimiento, entre otros riesgos. No obstante, hay determinados contratos para los que esta forma no es la más adecuada, ya sea por la naturaleza de la prestación acordada o por la dificultad para comprobar que se cumple la

---

<sup>12</sup> BCE, “*Virtual Currency Schemes*”, octubre 2012, p. 5.

Blockchain también puede usarse como una herramienta para simplificar y agilizar la gestión de organizaciones, gracias a algunas de las posibilidades que ofrece, destacando especialmente la gestión de datos, las votaciones electrónicas, Smart contracts, etc. Estas aplicaciones han dado lugar a organizaciones regidas casi íntegramente por decisiones tomadas automáticamente mediante la ejecución de *smart contracts*: las *Decentralized Autonomous Organizations* (DAO).

- Administración pública

Algunos países como Estonia han empezado a implementar la tecnología Blockchain para permitir a sus ciudadanos realizar una gran variedad de gestiones con la Administración a través de códigos de identificación digital. También se ha introducido esta tecnología para la gestión de registros de la propiedad e incluso para la emisión de criptomonedas nacionales, como es el caso de Canadá y Japón.

- ICOs (*Initial Coin Offerings*)

Dentro de las múltiples aplicaciones de Blockchain, la que más nos interesa a efectos de este estudio es la de las ICOs, que han revolucionado la forma de entender de los mercados de valores<sup>14</sup>.

Pese a que los activos virtuales se pensaron en un primer momento como medio de pago, pronto pasaron a ser un valor de cambio de múltiples contraprestaciones, incluyendo la captación de financiación para muy diversos negocios. Precisamente en esto consisten las ICOs (*Initial Coin Offerings*), término que evoca a las IPOs tradicionales. En una ICO, el promotor que busca financiación para un proyecto ofrece a los inversores, a cambio de moneda de curso legal o criptomoneda, un *token*, una especie de vale virtual por la obtención de diversos beneficios.

Entre los *tokens* más comunes se encuentran los *utility tokens*, que dan derecho a la obtención de un bien o servicio, los *security* o *equity tokens*, que otorgan el derecho a un interés participativo en futuros ingresos o aumentos de valor de un negocio y que se

---

<sup>14</sup> ESMA, “Report: The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets”, febrero 2017.

prácticamente puede considerarse como un título valor en la medida en que da el derecho a recibir un crédito del prestamista y que puede ser transmitido a terceros.

Esta figura, aunque menos popular que las ICOs, está ganando terreno en gran medida debido a que se reduce el riesgo derivado de la volatilidad de los *tokens* que tanto preocupa en las ICOs<sup>16</sup>. Nuevamente, Estonia es el país europeo líder en este fenómeno.

Una vez hemos comprendido el funcionamiento básico de Blockchain, sus características y algunas de sus aplicaciones, conviene detenerse a analizar algunos de los desafíos jurídicos que plantean y que se están teniendo en cuenta a la hora de determinar qué normativa ha de regir las ICOs.

Frente a la amplísima variedad de aplicaciones que presenta Blockchain, se hace patente la necesidad de su inmediata regulación a fin de evitar la inseguridad que hoy en día lo caracteriza. Esta necesidad es especialmente urgente en el ámbito de las plataformas de transacciones de activos virtuales con asignación de valores de intercambio (moneda virtual, ICOs, ILT...).

Esta necesidad no ha pasado inadvertida por las autoridades europeas y de terceros Estados, quienes, no obstante, mantienen una postura prudente al respecto, limitándose mayormente a emitir mensajes de alerta y recomendaciones para usuarios e inversores. Con ello no se pretende poner un freno a la innovación tecnológica, sino poner a los usuarios de Blockchain en conocimiento de los riesgos a los que se exponen, tal como ha manifestado el EU Blockchain Observatory and Forum en reiteradas ocasiones. Lo mismo ocurre en España, donde se alerta de los peligros existentes al tiempo que se fomenta la innovación. Especialmente interesante es la prueba piloto promovida por la CNMV y BME para la simplificación y agilización de procesos de emisiones y registro. En cualquier caso, todas estas advertencias emitidas por las autoridades se centran en unos pocos aspectos: la falta de regulación, la posible relación de estas actividades con la comisión de hechos delictivos, el riesgo de pérdida de las inversiones, la alta volatilidad, la falta de información sobre los proyectos y los posibles fallos de la tecnología.

---

<sup>16</sup> Sawyer L., “Goodbye ICOs, hello ILPs?”, *Business Brief*, 346, 2018, pp. 34-35.

*la CNMV sobre criptomonedas e ICOs*”) expone que, a su criterio, mientras esperamos a una normativa adaptada a la magnitud del desafío, el ordenamiento vigente no deja de ser aplicable a las nuevas realidades de los mercados financieros, por lo que habrá que buscar la forma de subsumir estas nuevas aplicaciones en las figuras jurídicas que ya conocemos y aplicamos. Este desafío se hace aún más complejo no por la complejidad del componente tecnológico en sí mismo, sino por la vertiginosa velocidad con la que éste se transforma y da lugar a nuevas aplicaciones y cuestiones que requieren una regulación que suele tardar en llegar debido a su complejidad técnica y a la falta de comprensión de la tecnología en sí por parte del legislador.

Por tanto, de todas estas advertencias y recomendaciones emitidas por las autoridades (ESMA, IOSCO<sup>23</sup>, CNMV, BDE, ESMA...), podemos concluir que existe una coincidencia clara respecto a la necesidad de una regulación homogénea a nivel internacional, pero que mientras ésta llega, debemos aplicar a todas estas nuevas realidades el ordenamiento vigente<sup>24</sup>. Esta cuestión será tratada más adelante, cuando se expongan los problemas que presenta la regulación de las ICOs.

---

<sup>23</sup> IOSCO, “IOSCO Board Communication on Concerns Related to ICOs”, enero 2018.

<sup>24</sup> IOSCO, “Pronunciamientos de los Reguladores sobre Ofertas Iniciales de Criptomonedas”.

cuál es la naturaleza jurídica del *token*, pues no sirve para determinar si el *token* propiamente dicho es el derecho subjetivo representado o la ficha digital sobre la que recae un derecho. Esta cuestión deriva en un debate sobre la posible existencia de derechos sobre derechos, es decir, sobre la posibilidad de objetivizar los derechos haciéndolos susceptibles de otros derechos sin desnaturalizarlos. Es en este punto donde cobra fuerza la postura de asemejar los *tokens* a los títulos valores, donde existe un título representativo y un derecho subyacente que es inherente al título.

A mi parecer, esta teoría sería la más acertada. Considerar el *token* como una figura similar al título valor permite conferirle una estructura clara, existiendo por un lado un continente que sería la ficha digital que se incorpora a la *wallet* al adquirirla y por otro un contenido, que sería el derecho que permite ejercer la posesión de la ficha digital. Esta consideración permitiría, además, otorgarle un régimen jurídico de funcionamiento, transmisibilidad y responsabilidad más o menos claro, ya que la naturaleza digital y universal de los *tokens* quizá haría recomendable una regulación específica que atienda a estas particularidades. No parece que exista motivo alguno para impedir la objetivación de un derecho y la construcción de un segundo derecho sobre aquel, pues el derecho, siempre que no sea personalísimo, podría seguir ejerciéndose por su titular original sin ningún problema en la medida que lo conserve. Por tanto, no desnaturalizaría el derecho el construir otro derecho sobre él. En cualquier caso, sería relevante, a estos efectos, atender a la regulación de los *tokens* que ya existe en algunos de los sectores más regulados, en los que existen grandes restricciones.

Sin embargo, ya hemos comentado anteriormente que dependiendo del sector en el que funcionen los *tokens*, sus características pueden variar notablemente. A efectos de este trabajo, lo que nos interesa a nosotros en concreto son los *tokens* en el ámbito del sector financiero, uno de los más regulados. A estos efectos, los *tokens* más comúnmente utilizados y que se incluyen en la categoría de valores negociables son los *utility tokens* (que representan el derecho a obtener un determinado bien o servicio) y los *security tokens* (que representan el derecho a los resultados o incrementos de valor del emisor del *token*)<sup>26</sup>. Ello se debe a que cumplen con los requisitos de tener contenido patrimonial, ser susceptibles de transmisión generalizada e impersonal y ser transmitidos en un

---

<sup>26</sup> Pueden incluirse entre los instrumentos financieros que el art. 2 de la Ley del Mercado de Valores considera valores negociables.

valores emitidos tengan un valor mínimo de capitalización de 6.000.000 de euros, serios requisitos de información financiera respecto de las cuentas anuales y los valores a emitir, la elaboración de un folleto de admisión a cotización y otras condiciones que pueden requerir la adopción de acuerdos sociales y modificaciones estatutarias. Las normas reguladoras de los mercados de los países de nuestro entorno establecen requisitos similares. Sin embargo, ya hemos comentado que especialmente en Europa, el tejido empresarial está mayormente constituido por sociedades de pequeño tamaño que no pueden alcanzar estos requisitos, por lo que para ellas resulta imposible acceder a los mercados regulados en las condiciones actuales. Además, en el caso de que una empresa consiga cumplir las condiciones, el plazo de tiempo desde que se inicia el trámite hasta que se obtiene la autorización del organismo supervisor correspondiente puede alargarse enormemente, por lo que es una forma de financiarse poco atractiva y sólo accesible para unos pocos.

Frente a esto, las ICOs ofrecen mayor rapidez y facilidad, permitiendo a cualquier empresa, cumpliendo unos requisitos menos estrictos (un *White Paper* y poco más), realizar una oferta pública online a los inversores, lo que a su vez facilita el acceso a los mercados internacionales. Además, los mercados de criptomonedas tienen por lo general mucha liquidez, por lo que es fácil adquirir grandes sumas de capital en menos tiempo que en una IPO tradicional y existe un gran potencial de beneficio para los inversores. Éste último aspecto resulta especialmente atractivo en los últimos tiempos, en los que, si bien existen una variedad amplísima de productos financieros, los bajos tipos de interés hacen muy difícil encontrar productos que ofrezcan una rentabilidad especialmente buena, aún a costa de asumir más riesgo. En las ICOs, la volatilidad<sup>28</sup> de los *tokens* es muy alta, lo que preocupa a los organismos supervisores, pero lo cierto es que los inversores dispuestos a arriesgar se ven atraídos por estos productos debido a su potencial rentabilidad<sup>29</sup>.

Por tanto, las ICOs suponen, en el ámbito de la emisión y negociación de valores

---

<sup>28</sup> Cointelegraph, Pollock D., “Volatilidad: el mal necesario de las criptomonedas y cómo manejarla”, diciembre 2018. (Disponible en: <https://es.cointelegraph.com/news/volatility-the-necessary-evil-of-cryptocurrency-and-how-to-handle-it>)

<sup>29</sup> La volatilidad se debe en que muchas veces el precio del token depende más de la demanda que del valor real del activo que representa, por lo que pueden darse auténticas burbujas que suponen un riesgo para los inversores.

Esta Ley establece que se considera oferta pública de venta o suscripción de valores toda comunicación en cualquier forma que presente información suficiente acerca de los términos de la oferta y las características de los valores ofrecidos, de modo que permita a los inversores decidir sin invertir en ellos o no. En el mercado de valores español, al igual que en los mercados europeos, rige el principio de libertad de emisión, si bien existen ciertos requisitos para poder realizar la oferta. Las exigencias más relevantes se refieren a la elaboración de un folleto informativo (salvo en los casos de previstos en el art. 35 TRLMV) que ha de ser autorizado y registrado por la CNMV y que debe contener toda la información relevante sobre la situación del emisor, los riesgos que se asumen, las características de los valores ofertados, las condiciones de la oferta, el régimen fiscal aplicable, etc. Además del folleto, el emisor debe comunicar a las CNMV toda la información sobre los valores que se ofrecen, más allá de la que se incluye en el folleto y presentar sus cuentas anuales auditadas de los 2 o 3 años anteriores, según el caso. Toda esta información será revisada por la CNMV antes de autorizar la oferta de valores. En el caso de las ICOs, ya hemos visto que los requisitos de información se reducen considerablemente, limitándose a la elaboración del *White Paper*, por lo que resulta más sencillo lanzar la oferta.

Sin embargo, existen también una serie de normas de conductas para ESIS, emisores e inversores que pretenden garantizar la estabilidad de los mercados. En el caso de los emisores, sigue haciéndose hincapié en la obligación de informar al mercado y las autoridades (publicando periódicamente sus estados financieros y comunicando cualquier participación significativa o hecho relevante que pueda afectar a los precios del valor negociable, entre otras obligaciones informativas. Además, debe cumplir con las obligaciones en materia de no manipulación del mercado<sup>32</sup>.

Los inversores, por su parte, también están sometidos a ciertas normas de conducta. Quizá la más destacada sea la de actuar prudentemente cuando estén en posesión de información privilegiada, no operando sobre los valores a los que afecte, no difundiendo la información, etc. También deben abstenerse de trasladar al mercado información que pueda dar lugar a engaño sobre la situación de los valores, ya sea de forma directa o

---

<sup>32</sup> Reglamento 596/2014 del Parlamento Europeo y del consejo sobre el abuso del mercado.

Financiación Empresarial (LFFE), que regula la captación de fondos por parte de aquellas personas que acuden a sistemas telemáticos para financiarse.

La LFFE, distingue dos tipos de plataformas. Por un lado, las de préstamo (en las que los inversores realizan un préstamo a los promotores) y, por otro, las de inversión (en las que los inversores se convierten en propietario o “accionistas” del negocio financiado). En cualquiera de los dos casos, estas plataformas deben de cumplir una serie de requisitos establecidos en la Ley para poder obtener la autorización correspondiente y operar<sup>33</sup>. Entre los requisitos destacan el ser una sociedad mercantil autorizada por la CNMV, la inscripción de la plataforma en el registro especial de plataformas de financiación de la CNMV, tener un objeto social exclusivo, tener el domicilio social en la Unión Europea, tener un capital social mínimo de 60.000 euros, que puede ampliarse hasta 2 millones en función del volumen de proyectos que impulsa, y un seguro de responsabilidad civil por daños a terceros de 300.000 o 400.000 euros (dependiendo de ciertas circunstancias) y el cumplimiento de los requisitos de idoneidad y honorabilidad de los administradores<sup>34</sup>. Todos estos requisitos y la supervisión cautelosa por parte de la CNMV pretenden ser una protección para inversores y promotores, que de otra forma estarían exponiéndose a grandes riesgos.

Cumpliendo estos requisitos, las actividades de estas plataformas reconocidas en la Ley son la revisión, selección y aceptación de los proyectos de financiación, servir de canal de comunicación entre promotores e inversores, asesorar a los promotores en la elaboración de toda la documentación informativa que se ha de poner a disposición de la Autoridades y los inversores, poner a disposición de los promotores modelos de contratos y asumir las reclamaciones judiciales y extrajudiciales de créditos derivados del incumplimiento del promotor. Estas funciones, con ciertos matices, son prácticamente coincidentes con las que llevan a cabo las plataformas impulsoras de ICOs. Cualquier incumplimiento de los requisitos legales o de las normas de conductas propias de su actividad es susceptible de investigación y sanción por la CNMV. Dichas sanciones pueden consistir en sanciones administrativas, exigencias de garantías adicionales o incluso el cierre de la plataforma, todo ello sin perjuicio de la responsabilidad civil en que

---

<sup>33</sup> Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial.

<sup>34</sup> CNMV, “Actuación de la CNMV en empresas de servicios de inversión e instituciones de inversión colectiva”. (Disponible en: [https://www.cnmv.es/Portal/quees/Funciones/CNMV\\_ESIS\\_IIC.aspx](https://www.cnmv.es/Portal/quees/Funciones/CNMV_ESIS_IIC.aspx)).

no contemos con tal regulación. Por el momento, las autoridades han venido recomendando la aplicación de la normativa ya existente a las ICOs, pero lo cierto es que ésta no prevé todos problemas que pueden darse en relación con su carácter internacional, anónimo, digital, opaco, etc. No obstante, lo cierto es que estas regulaciones sirven para dar solución a buena parte de las cuestiones que suscitan las ICOs, por lo que deben de ser una importante referencia a tener en cuenta a la hora de elaborar una regulación especial.

#### d) Regulación en España y la Unión Europea.

Como hemos mencionado en reiteradas ocasiones, todavía no existe en España una regulación que garantice cierta seguridad ante formas tan novedosas de financiación como las ICOs. Aunque los *security tokens*, considerados títulos negociables sujetos hasta ahora a la LMV, están empezando ser tratados por las autoridades financieras (SEC en EE. UU, FINMA en Suiza, BaFin en Alemania o ESMA a nivel europeo) para alcanzar acuerdos comunes sobre su regulación, lo cierto es que todos los demás *tokens* que no son valores negociables siguen suponiendo un problema por la falta de regulación. La cuestión, a falta de una regulación propia, se centra en determinar cómo someter estas emisiones de *tokens* a las normas reguladoras de los mercados de valores y a la supervisión del sector financiero sin olvidar que se dirigen a cualquier persona en cualquier lugar del mundo. El objetivo es, por tanto, dotar de mayor seguridad jurídica a las ICOs para proteger a promotores e inversores y establecer un control de la actividad que evite su uso para actos delictivos.

Aunque no exista una regulación específica, ya hemos comentado que tanto la CNMV como el Banco de España han optado por aplicar a las ICOs, aunque sea de forma provisional, la normativa ya existente sobre mercados de valores y servicios de inversión, concretamente el RDL 4/2015 (LMV) y el RD 217/2008 (LSI). Por tanto, sí que existe cierta regulación al respecto.

Para determinar el régimen jurídico actual aplicable a las ICOs, es necesario determinar cómo y para qué se emiten, siendo especialmente relevante en este sentido la consideración jurídica de los *tokens*, ya que éstos pueden representar prácticamente cualquier activo o derecho. Ya hemos mencionado en varias ocasiones la relevancia que

- *“Esté dirigida a menos de 150 personas físicas o jurídicas por un Estado miembro, sin incluir inversores cualificados”.*
- *“Esté dirigida a inversores que adquieran valores por importe mínimo de 100.000€”.*
- *“El valor nominal del valor unitario sea, como mínimo, de 100.000€”.*
- *“Se emita por un importe total en la UE inferior a 5.000.000€, en un período de 12 meses”.*

En estos casos, las ICOs se regularán como servicios financieros, pero los *tokens* seguirán considerándose valores negociables a efectos de la LMV, ya que seguirían cumpliendo los requisitos establecidos por la CNMV. Ello implica que el emisor de la ICO deberá ser una entidad autorizada por la CNMV para operar con este tipo de instrumentos en los términos ya mencionados. Si, por el contrario, la ICO se considerase oferta pública (por no cumplir estos requisitos), requerirá también la autorización de la CNMV y el cumplimiento de las normas previstas para las IPOs en la LMV.

Como resultado de este documento de la CNMV, lo cierto es que hoy en día quedan muy pocos casos en los que una ICO queda al margen del control administrativo. Para que ello ocurriera, debería tratarse de una ICO que no cumpliera las condiciones para ser considerada oferta pública y el *token* ofrecido no represente un activo susceptible de revalorización o comercialización en mercados secundarios. Estas ICOs no supervisadas, a pesar de el beneficio potencial que ofrecen, no cuentan con ningún tipo de respaldo por parte de las Autoridades, de modo que los riesgos a las que se exponen emisores e inversores son enormes y pueden llegar comprometer la estabilidad de los mercados. En consecuencia, la CNMV y demás organismos supervisores han venido reclamando desde hace tiempo una regulación específica para las ICOs que se coordine con las regulaciones de otros Estados para poder dar respuesta a un problema que es esencialmente transfronterizo.

El problema de la regulación de las ICOs también es un asunto que ocupa a los organismos supervisores europeos. Ya hemos visto que ESMA, el BCE y otros organismos europeos han emitido varios avisos y recomendaciones para prevenir riesgos, pero también se están llevando a cabo iniciativas de regulación para ganar en seguridad jurídica a nivel comunitario. El problema surge cuando aparecen discrepancias a cerca

de estar sometidas a la normativa vigente, tal como recuerda ESMA<sup>40</sup>. Tal normativa incluye la Directiva sobre Folletos, la Directiva sobre Instrumento Financieros, la Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos y la Cuarta Directiva Anti Blanqueo de Capitales. Todas estas iniciativas pueden consultarse en el documento del Parlamento Europeo titulado “Cryptocurrencies and Blockchain: legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasión”<sup>41</sup>.

Pese a la necesidad de elaborar un mínimo de regulación que aporte seguridad a esta actividad, lo cierto es que la UE, al contrario que China o India (que han prohibido las ICOs), ha expresado su deseo de fomentar el uso de las nuevas tecnologías en el sector financiero, por lo que se encuentra ante el desafío de compatibilizar una regulación y supervisión sólidas con una actuación flexible de las autoridades reguladoras que de impulso a este fenómeno, tal como se expone en “Plan para el desarrollo técnico” de la Comisión Europea<sup>42</sup>.

#### e) Regulación comparativa internacional

Comprender la situación regulatoria actual de las ICOs requiere también echar un breve vistazo a lo que están haciendo los Estados de nuestro entorno, comenzando por nuestros vecinos europeos.

##### - Reino Unido

Como ya hemos mencionado, el Reino Unido comparte la postura de la Unión Europea, favorable a una mayor regulación de las ICOs. La Financial Conduct Authority emitió un aviso sobre los riesgos de las ICOs en septiembre de 2017 en el que se hace hincapié en

---

<sup>40</sup> CNMV, “ESMA alerta a las entidades que participen en ICOs sobre la necesidad de conocer los requisitos regulatorios a los que deben estar sometidas”, noviembre 2017. (Disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7Bb523a876-9f2a-42ca-aca7-791e5e16fc30%7D>)

<sup>41</sup> European Parliament, “Cryptocurrencies and Blockchain: Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasión”, julio 2019. (Disponible en: <http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/150761/TAX3%20Study%20on%20cryptocurrencies%20and%20blockchain.pdf>).

<sup>42</sup> European Commission, “FinTech Action Plan: For a more competitive and innovative European financial sector”, marzo 2018. (Disponible en: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/ES/COM-2018-109-F1-ES-MAIN-PART-1.PDF>)

Todo esto se ha plasmado en la publicación de la llamada Ley PACTE, que ha provocado que Francia se esté convirtiendo en un referente en lo que se refiere a la regulación de las ICOs<sup>46</sup>. Con esta norma, la tarea de la AMF pasa por revisar los *white papers* de las ICOs para comprobar que se cumplen con los requisitos y garantías previstos en la normativa para evitar fraudes. Si todo está en orden, la AMF concederá la licencia para que se produzca la ICO, que además quedará registrada en una *whitelist* que puede ser consultada por los usuarios. La obtención de la licencia es opcional, pero los proveedores de los servicios de ICOs que pretendan ofrecer servicios de custodia de activos digitales o de compra y venta de estos activos a cambio de monedas de curso legal deberán estar en todo caso registradas por la AMF. Por tanto, la obtención de la licencia es muy recomendable, ya que la norma establece que los bancos deben establecer condiciones proporcionadas y equitativas para la apertura de cuentas a las entidades que cuenten con la licencia. Junto a estas medidas, se ha decidido también permitir a los inversores institucionales (que antes tenían prohibido invertir en las ICOs) invertir entre el 10% y el 20% de su portfolio en las ICOs que hayan obtenido la licencia.

Como puede apreciarse, pese a que los organismos supervisores vienen pidiendo una regulación homogénea y coordinada a nivel internacional, lo cierto es que los distintos países de la UE están llevando a cabo reformas muy variadas, algunas incluso en sentidos opuestos, por lo que por ahora parece complicado alcanzar una regulación europea única. Más allá de los países europeos, cuyo estudio resulta de gran interés por su proximidad cultural con España, también es importante analizar las regulaciones de otros Estados referentes en el ámbito de las ICOs, cuyos proyectos pueden también servir de ayuda para elaborar una normativa más específica en España y la UE.

#### - Estados Unidos

Al igual que ocurre en Europa, Estados Unidos carece de una regulación específica para las ICOs. No obstante, las autoridades supervisoras, especialmente la SEC, ha prestado gran atención a este fenómeno, emitiendo recomendaciones, avisos y consideraciones que han servido para encauzar la regulación. Por otra parte, las altas tasas de litigación en torno a las ICOs han servido para disponer de una amplia gama de resoluciones judiciales

---

<sup>46</sup> Le Maire B. & Pannier-Runacher A., “PACTE: Le Plan d’Action pour la Coissance et la Transformation des Enterprises”, septiembre 2019. (Disponible en: [https://www.economie.gouv.fr/files/files/2019/PACTE\\_Juin2019/bro-a4-pacte.pdf](https://www.economie.gouv.fr/files/files/2019/PACTE_Juin2019/bro-a4-pacte.pdf))

se produce sin duda una inversión de dinero. También entiende que la oferta era lo suficientemente sólida en apariencia como para constituir un proyecto común, pues el promotor pretendía recaudar fondos para después repartir dividendos a pro-rata. Finalmente, se entiende que el marketing realizado para promocionar la ICO enfatizaba que los inversores obtendrían beneficios mediante el esfuerzo de Zaslavskiy y sus socios, sin que los inversores tuvieran que desempeñar ningún papel en la gestión de la inversión. Como resultado de este análisis, el tribunal resuelve que la ICO promovida se trataba de una oferta de valores, y está, por tanto, sometida a Ley de Valores de los Estados Unidos.

Del desenlace de este caso podemos extraer dos conclusiones claras a la hora de determinar la regulación de las ICOs en EE.UU. La primera es que los tribunales americanos son proclives a seguir las consideraciones de la SEC en cuanto a la regulación de las criptomonedas y las ICOs y la segunda es que la aplicación del test Howey debe producirse caso por caso para determinar si se cumplen las condiciones para que una ICO sea considerada como una oferta pública de valores y si queda, por tanto, sometida a la *Securities Exchange Act*.

Vista la relevancia de la jurisprudencia a la hora de determinar la regulación aplicable a las ICOs, la otra cuestión relevante es la postura de la SEC, que como hemos podido apreciar es el principal criterio a tener en cuenta. El punto de partida, como en el caso español, es el concepto de “security” o valor negociable, que la SEC define como “un *token* u oferta que promueve la probabilidad de rendimientos futuros basados en el espíritu empresarial o los esfuerzos de otros”, lo cual se ajusta bastante a lo que se entiende generalmente por título valor<sup>52</sup>. Sin embargo, resulta especialmente útil la guía sobre ICOs publicada por la propia SEC en su página web. En dicha guía se expone de forma breve algunos de los aspectos más relevantes de las ICOs. Entre ellos, podemos destacar los siguientes:

- Las ICOs, en ciertas circunstancias (test Howey) pueden ser ofertas públicas de valores y estar sometidas a la jurisdicción de la SEC en cuanto a garante del cumplimiento de las leyes federales de valores.

---

<sup>52</sup> SEC, “Spotlight on Initial Coin Offerings (ICOs)”. (Disponible en: <https://www.sec.gov/ICO>).

- La actuación de los promotores debe tener siempre en consideración la protección de los inversores, garantizada por la SEC.
- Las plataformas deben informarse sobre la necesidad de registrarse ante la SEC cuando cumplan los requisitos de la ley federal, salvo que estén exentos.

Si bien todas estas consideraciones de la guía se presentan más como recomendaciones a nivel usuario que como una verdadera regulación, lo que sí queda claro es que la SEC, con los criterios que ya hemos visto, pretende someter a los ICOs a la regulación estadounidense de los mercados de valores, de igual forma que en España la CNMV está optando por aplicar la LMV a estos mismos supuestos. A tal efecto resulta interesante un documento<sup>53</sup> conocido como el Informe DAO publicado por la propia SEC en julio de 2017, en el que se llega a la conclusión de que la gran mayoría de los *tokens* son *securities* por lo que deben registrarse por las leyes federales relativas a los valores negociables. Ello implica que a partir de la publicación de este informe las ICOs no se lanzan únicamente en base a lo expuesto en los *white papers*, sino contando con el respaldo de la legislación federal y la SEC. A partir de este informe, la SEC ha intensificado enormemente su labor de protección de los inversores y la estabilidad de los mercados, ejerciendo acciones legales contra múltiples plataformas y particulares que han vulnerado la normativa o defraudado a los inversores, como en el caso que comentábamos al principio.

En cualquier caso, parece que la regulación en Estados Unidos avanza en la misma dirección que en Europa, optando por una regulación estricta, pero con la flexibilidad suficiente como para que este fenómeno siga desarrollándose.

#### - Singapur y Hong Kong

En Asia, Singapur y Hong Kong se han convertido en los últimos tiempos en verdaderos referentes en cuanto a la regulación criptomonedas e ICOs, por lo que también es interesante comentar los proyectos que se están desarrollando allí.

---

<sup>53</sup> SEC, “Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934”, julio 2017. (Disponible en: <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>)

comunicado emitido por la SFC en septiembre de 2017, donde se advierte que algunas de las ICOs promovidas pueden tener las características propias de una oferta pública de valores tradicional<sup>58</sup>. Ello implicaría, por un lado, la obligación de obtener una licencia por parte de las plataformas que promuevan estas ofertas de criptoactivos y, por otro, de cumplir la normativa en esa materia.

Si bien las aclaraciones realizadas por las autoridades reguladoras de los mercados en estos dos Estados no suponen grandes novedades respecto a lo que ya habíamos visto en los casos de España, la U.E. y EE.UU., sí que resulta interesante observar el cambio de postura que han experimentado. En un principio, tanto Singapur como Hong Kong eran dos países que se mostraban tremendamente abiertos a la incorporación de las ICOs a su sistema financiero como forma de captar capital procedente de cualquier parte del mundo de forma sencilla. Ello implicaba una postura bastante relajada en cuanto a la regulación del fenómeno que permitiera su crecimiento, hasta el punto de que muchos los consideraron como una especie de “cripto-paraisos”, en los que la escasa regulación daría margen a los inversores para obtener mayores beneficios aún a costa de asumir más riesgo. Frente a esta postura inicial, nos encontramos que las autoridades supervisoras de los mercados de ambos Estados, tras constatar los grandes riesgos a los que se exponen los usuarios de las ICOs y emitir varias advertencias, se han visto prácticamente forzadas a buscar una forma de incluir los criptoactivos emitidos en estos eventos en el concepto de valores negociables (*securities*). Todo ello con una doble finalidad. Por un lado, el sometimiento de las ICOs y sus participantes a las leyes reguladoras de los mercados de valores correspondientes. Por otro, la ubicación de estos fenómenos dentro del ámbito de actuación de estas mismas autoridades, quienes habrán de revisar las ofertas y sus promotores para autorizarlas y registrarlas conforme a la normativa.

Lo cierto es que este cambio de postura sirve para valorar los riesgos reales que hay detrás de las ICOs y que hacen que sea absolutamente necesario dotarlas, aunque sea de un mínimo de seguridad jurídica en aras de la protección de los usuarios de estas plataformas. Con todo, aún hay ofertas que, por sus características, no se consideran ofertas de valores, por lo que no quedan sometidas a estas soluciones aportadas por los organismos

---

<sup>58</sup> SFC, “Statement on Initial Coin Offerings”, septiembre 2017. (Disponible en: <https://www.sfc.hk/web/EN/news-and-announcements/policy-statements-and-announcements/statement-on-initial-coin-offerings.html>)

estudios recientes han demostrado que la prohibición no ha sido todo lo efectiva que se esperaba, pues tanto las plataformas como los inversores están logrando eludir la restricción China<sup>62</sup>. Para ello, las plataformas de criptomonedas chinas simplemente se trasladaron a otro país para registrarse, cerrando en el territorio chino, de modo que pueden seguir ofreciendo servicio a los usuarios nacionales desde el extranjero. En este sentido, Malta se ha convertido en un lugar frecuente de emigración de estas plataformas debido a la laxitud de su regulación.

Ante esta evasión de la regulación y ante el imparable avance de las ICOs en el mundo de la financiación, empiezan a surgir algunas voces que optan por un levantamiento de la prohibición en China, entre ellas la del vicerrector de la Facultad de Derecho de la Universidad Popular de China, Yang Dong quien en la Cumbre sobre Blockchain del Sudeste Asiático manifestó la necesidad de levantar la prohibición en algún momento<sup>63</sup>. A pesar de todo, las ICOs siguen aún prohibidas en China, mientras las autoridades trabajan en una posible futura regulación (previsiblemente estricta) que permita la vuelta de este fenómeno al gigante asiático. Por tanto, no parece que la prohibición sea el camino a seguir a la hora de valorar una posible futura regulación de las ICOs.

#### f) Consideraciones de los organismos reguladores de los mercados

De todas las regulaciones analizadas podemos extraer varias conclusiones. La primera es que ningún Estado cuenta con una regulación específica que afronte el problema de las ICOs, aunque se están desarrollando ya algunos proyectos legislativos. La segunda es que, ante la falta de regulación, las autoridades supervisoras de los mercados cobran una gran importancia, poniendo en conocimiento del público los riesgos a los que se exponen los participantes de las ICOs mediante avisos y recomendaciones. Sin embargo, la labor de estos organismos ha ido mucho más allá de las meras advertencias, pues también han sido los responsables de configurar la situación regulatoria actual de este fenómeno, procurando su sujeción a las normas reguladoras de los mercados de valores.

---

Reguladora de Valores (CBRC)", septiembre 2017. (Disponible en: <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3374222/index.html>).

<sup>62</sup> Agencia de Noticias Xinhua, "Póngase el "caparazón extranjero" para evitar la supervisión, y pretenda ser un blockchain "cut leek" -ICO resurgimiento del caos", septiembre 2018. (Disponible en: [http://www.xinhuanet.com/fortune/2018-09/26/c\\_129961014.htm](http://www.xinhuanet.com/fortune/2018-09/26/c_129961014.htm))

<sup>63</sup> Bitcoinist, Woo W., "Chinese oficial: new regulations for 2018 may end ICO ban", enero 2018. (Disponible en: <https://bitcoinist.com/chinese-official-new-regulations-2018-may-end-ico-ban/>).

los white papers de las ICOs no reguladas no es supervisada ni autorizada por las autoridades de los mercados, de modo que suele ser inadecuada, insuficiente o incluso engañosa o falsa. Ello afecta lógicamente a la capacidad del inversor de valorar los riesgos a los que se expone, pues normalmente estos documentos suelen hacer gran énfasis en los potenciales beneficios y tienden a infravalorar los riesgos. Finalmente, ESMA alerta sobre la vulnerabilidad de la tecnología frente a posibles ataques informáticos o *hackeos* que pueden hacer el uso de este tipo de redes inseguro a pesar de las garantías con las que cuenta Blockchain al ser un registro distribuido.

Frente a estos riesgos, ESMA recuerda a las plataformas que promueven las ICOs el deber de comprobar si su actividad se incluye dentro de las actividades reguladas. Ello dependerá en gran medida de si los *tokens* emitidos son considerados como instrumentos financieros negociables a efectos de las leyes reguladoras de los mercados de valores, en cuyo caso habrán de atender a toda la normativa reguladora de los mismos y obtener las licencias y autorizaciones que correspondan. En el ámbito europeo las normas aplicables serían la Directiva de Folletos<sup>65</sup>, la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros<sup>66</sup>, la Directiva de Gestores de Fondos de Inversión Alternativos<sup>67</sup>, y las Cuarta Directiva Anti Blanqueo de Capitales<sup>68</sup>.

Si bien hemos centrado la atención en las publicaciones de ESMA, cuya relevancia se limita al ámbito europeo, lo cierto es que a lo largo de este apartado hemos podido comprobar que las autoridades supervisoras de los mercados en prácticamente todos los Estados observados han mostrado preocupaciones similares y han aportado una solución parecida. Ésta pasa por someter a las ICOs a la normativa de los valores negociables siempre y cuando los *tokens* emitidos en ellas puedan considerarse títulos valores. Es aquí

---

<sup>65</sup> Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Text with EEA relevance).

<sup>66</sup> Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

<sup>67</sup> Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 (Text with EEA relevance).

<sup>68</sup> Directiva (UE) 2015/849 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, y por la que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, y se derogan la Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y la Directiva 2006/70/CE de la Comisión (Texto pertinente a efectos del EEE).

similar a las criptomonedas, siendo consideradas commodities a las que se aplicaría la normativa de prevención de lavado de capitales y financiación del terrorismo, solución que ha sido adoptada con gran éxito en Suiza. Por el contrario, incumbirán a los reguladores aquellos *tokens* que, en los términos ya vistos, se consideren valores negociables (*securities*). Éstos serían fundamentalmente los *security* y los *utility tokens*. Sin embargo, como ya hemos visto en el caso SEC v. Howey, el análisis de los *tokens* no puede hacerse de forma generalizada, sino que hay que analizar las características concretas de cada emisión para determinar su naturaleza y, por tanto, la normativa a la que se sujeta. Aún cayendo en el ámbito de actuación de los reguladores del mercado, las distintas características de los diferentes *tokens* pueden dar lugar a consecuencias muy diversas tanto a nivel contable (*equity* o deuda) como en cuanto a los derechos que atribuye al titular. Así, los *tokens* pueden asimilarse a títulos de deuda, títulos valores, acciones o participaciones, etc.

Esta problemática de la naturaleza del *token* puede resolverse mediante sistemas de control ex ante o ex post<sup>70</sup>. Dentro de los sistemas ex ante podríamos encontrar el establecimiento de criterios sirvan para clasificar los *tokens* con carácter *numerus clausus*, lo que permitiría conocer de antemano a los emisores el tipo de *token* que emiten y la normativa que se le aplica; una serie de criterios generales de carácter abierto que permita a los emisores valorar la naturaleza de la emisión y solicitar la autorización del supervisor cuando se esté produciendo en efecto una oferta pública de valores; o unos criterios generales abiertos como en el caso anterior, pero exigiéndose la autorización del organismo supervisor en todo caso, como ocurre en México desde la promulgación de su Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera<sup>71</sup>. De entre todos estos, el más recomendable sería el segundo, pues un sistema *numerus clausus* sería muy complejo de elaborar y un sistema de control en el que toda emisión requiera autorización con independencia de sus características sería demasiado restrictivo. Lo ideal sería establecer unos criterios generales que permitan al emisor autoevaluar su producto para obtener la autorización en caso de ser necesario. Ello podría complementarse con un sistema de

---

<sup>70</sup> Expansión, A. Gurrea Martínez & N. Remolina León, “Problemática jurídica y financiera de las Initial Coin Offerings (ICOs), abril 2018. (Disponible en: <https://hayderecho.expansion.com/2018/04/11/problematica-juridica-y-financiera-de-las-initial-coin-offerings-icos/>).

<sup>71</sup> Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera, marzo 2018. (Disponible en: [https://static1.squarespace.com/static/58d2d686ff7c50366a50805d/t/5ac450630e2e72d53c20f091/1522815078233/LRITF\\_090318.pdf](https://static1.squarespace.com/static/58d2d686ff7c50366a50805d/t/5ac450630e2e72d53c20f091/1522815078233/LRITF_090318.pdf))

inversor en determinadas ICOs. Se trata, por tanto, de una cuestión de falta de transparencia y control de la gestión de los administradores que se deriva de la ausencia de derechos y garantías de los mismos para los inversores.

Ante esta falta de gobierno corporativo eficaz, está claro que se necesitan establecer medidas regulatorias que permitan que esta forma de financiación evolucione hacia una mayor protección del inversor. Dado que las ICOs son una figura entre el *crowdfunding* y la salida a bolsa, parece que deben ubicarse en el ámbito de las sociedades de capital disperso. La aplicación de la normativa se este tipo de sociedades será, por tanto, necesaria, pero debe complementarse nuevamente con mecanismos de control ex ante y ex post a fin de garantizar la transparencia del gobierno corporativo. Ello, no obstante, requiere la elaboración de una regulación clara que aporte seguridad jurídica y no soluciones parciales como hasta ahora.

Finalmente, otra cuestión jurídica relevante es determinar si la emisión en sí es una sociedad distinta de la sociedad emisora o no, ya que la tecnología empleada en las ICOs permite emitir *tokens* sin incorporarlos a ninguna sociedad. Ello nos lleva a preguntarnos si la emisión supone la creación de una nueva entidad que opere en el tráfico jurídico. Para responder a esto, debemos determinar qué factores son los que caracterizan a una sociedad<sup>72</sup>. Según Hansmann y Kraakman, son cinco: la personalidad jurídica, la limitación de la responsabilidad de los socios, la transmisibilidad de las acciones, la administración delegada por parte de los administradores y la propiedad de los inversores. Analizando estas características, se llega a la conclusión de que, si bien los contratos de emisión se parecen a los contratos de sociedad, no tiene en la práctica los mismos efectos que aquellos, por lo que sólo cabría concluir que la emisión no constituye por sí misma una sociedad distinta a la que promueve la emisión.

Junto a todas estas cuestiones jurídicas, pueden surgir muchas otras si seguimos analizando a fondo aspectos concretos de las ICOs y las relaciones jurídicas que generan entre promotores, inversores y terceros. De la relevancia de todas estas

---

<sup>72</sup> Hansmann H. & Kraakman R., “What is corporate law?”, enero 2017. (Disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=568623](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=568623)).

#### 4. CONCLUSIONES

No cabe duda de que la tecnología Blockchain tiene un enorme potencial para transformar los mercados financieros. En este sentido, el desarrollo de la financiación de proyectos empresariales a través de ICOs parece un proceso inevitable debido a los potenciales beneficios que presenta tanto para promotores como para inversores. Sin embargo, las ICOs suponen un verdadero desafío en el aspecto jurídico no sólo por su fuerte componente tecnológico, sino también por la complejidad de las relaciones jurídicas que se derivan de las inversiones en conjunto.

La SEC estadounidense fue la primera en afrontar todas estas cuestiones con mayor o menor acierto y lo cierto es que prácticamente todos los reguladores de los mercados financieros han seguido su estela para regular las ICOs. La solución dada por ahora se basa, a grandes rasgos, en determinar caso por caso la naturaleza de los *tokens* emitidos y los derechos que conceden a sus titulares para determinar si se pueden considerar valores negociables, *commodities* u otra cosa distinta. En función de la respuesta que se de a esta cuestión, la emisión estará sometida a una regulación u otra, o puede que incluso se encuentre fuera del ámbito de aplicación de cualquier normativa vigente. En caso de considerarse valores negociables, estarían sometidos a la Directiva MIFID II, en el ámbito de la UE.

Esta solución, adoptada por gran parte de los Estados, únicamente soluciona algunas cuestiones generales relacionadas con las ICOs, pero existen aspectos concretos, especialmente en el ámbito del derecho societario, que siguen estando pendientes de regulación. Por otra parte, las ofertas de criptomonedas que quedan al margen de cualquier regulación conforme a los criterios de los reguladores presentan un serio problema, tanto por los riesgos que suponen para los inversores como para la estabilidad financiera. Todas estas cuestiones que siguen sin regular son un espacio especialmente atractivo para actividades defraudatorias y delictivas, por lo que no pueden ser desatendidas por las autoridades. La no regulación de todo esto no es, por tanto, una opción.

Las soluciones dadas por el momento por parte de las autoridades han resultado ser bastante efectivas, pues el aumento del control sobre las emisiones y la prohibición de

este conflicto de intereses, pues una regulación demasiado restrictiva desincentivaría la inversión, pero una regulación laxa iría en contra de la seguridad jurídica.

En mi opinión, dado que las ICOs se encuentran aún en un estado muy temprano de su evolución, sería preferible una regulación que pecara de restrictiva para garantizar en un primer momento la seguridad de las inversiones. Sin embargo, esta regulación debería ir modificándose y haciéndose menos severa con el tiempo, a medida que vayamos comprendiendo mejor los mecanismos de funcionamiento de las ICOs y vayamos aprendiendo de la experiencia con las cuestiones que vayan surgiendo. Entretanto, la solución dada por la SEC y copiada por los demás reguladores parece bastante acertada, por lo que será que se deba de aplicar por el momento a la espera del desarrollo de futuros acontecimientos.

- CNMV (2017): ESMA alerta a las entidades que participen en ICOs sobre la necesidad de conocer los requisitos regulatorios a los que deben estar sometidas.
- CNMV (2018): Comunicado difundido por la Securities Exchange Commission con consideraciones de su presidente sobre las criptomonedas y las denominadas ICOs, pp. 6 y 7.
- CNMV (2018): Consideraciones de la CNMV sobre criptomonedas e ICOs dirigidas a profesionales del sector financiero.
- CNMV (2018): Consideraciones de la CNMV sobre criptomonedas e ICOs dirigidas a los profesionales del sector financiero.
- CNMV & Banco de España (2018): Comunicado conjunto de la CNMV y el Banco de España sobre criptomonedas y ofertas iniciales de criptomonedas.
- Department of Justice (2019): Brooklyn Businessman Sentenced to 18 Months' Imprisonment for Defrauding Investors in Cryptocurrency Initial Coin Offerings. Disponible en: <https://www.justice.gov/usao-edny/pr/brooklyn-businessman-sentenced-18-months-imprisonment-defrauding-investors>.
- EBA (2013): Warning to customers on virtual currencies.
- EBA (2014): EBA opinion on virtual currencies.
- ESMA (2017): ESMA alerts investors to the risks of Initial Coin Offerings (ICOs).
- ESMA (2017): Statement. ESMA alerts firms involved in ICOs to the need to meet relevant regulatory requirements”, noviembre 2017.
- ESMA (2017): Statement. ESMA alerts investors to the high risks of ICOs.
- European Commission (2018): FinTech Action Plan: For a more competitive and innovative European financial sector.
- European Parliament (2018): Draft report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers For Business (ECSP).
- European Parliament (2019): Cryptocurrencies and Blockchain: Legal context and implications for financial crime, money laundering and tax evasion.
- FCA (2017): Consumer warning about the risks of Initial Coin Offerings (ICO).
- FINMA (2017): FINMA Guidance: Regulatory treatment of initial coin offerings.

- Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council, of 4 November 2003, on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC. «DOUE» núm. 345, de 31 de diciembre de 2003.
- BOE, Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No. 1095/2010. «DOUE» núm. 174, de 1 de julio de 2011.
- Ley 57/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial. «BOE» núm. 101, de 28 de abril de 2015, páginas 36599 a 36684.
- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. «BOE» núm. 255, de 24/10/2015.
- Reglamento 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso del mercado. «DOUE» núm. 173, de 12 de julio de 2014.
- Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. «DOUE» núm. 173, de 12 de julio de 2014.
- Cámara de Diputados de la Unión, Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera, marzo 2018.
- Securities and Futures Act of 2006.
- Securities Exchange Act of 1934.

## SENTENCIAS

---

- Department of Justice: Case No. 17 CR 647 (RDJ) (E.D.N.Y.), U.S. v. Zaslavskiy.
- Department of Justice: Co., 328 U.S. 293, S.E.C. v. Howey

## OTRAS FUENTES ONLINE

---

- Agencia de Noticias Xinhua (2018): Póngase el "caparazón extranjero" para evitar la supervisión, y pretenda ser un blockchain "cut leek" -ICO

ability/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Securities%20Futures%20and%20Fund%20Management/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Guidelines/A%20Guide%20to%20Digital%20Token%20Offerings%20%2014%20Nov%202017.pdfç

- SEC: Spotlight on Initial Coin Offerings (ICOs). Disponible en: <https://www.sec.gov/ICO>.
- Tech Crunch, Russell J. (2017): China has banned ICOs. Disponible en: <https://techcrunch.com/2017/09/04/chinas-central-bank-has-banned-icos/>

## NOTICIAS

---

- Expansión, Gurrea A., Remolina N., (2018): Problemática jurídica y financiera de las Initial Coin Offerings (ICOs). Disponible en: <https://hayderecho.expansion.com/2018/04/11/problematika-juridica-y-financiera-de-las-initial-coin-offerings-icos/>
- El Español, (2020): China lanza en plena epidemia su gran proyecto para liderar la economía digital global. Disponible en: [https://www.lespanol.com/invertia/mercados/criptomonedas/20200415/china-epidemia-proyecto-liderar-economia-digital-global/482702308\\_0.html](https://www.lespanol.com/invertia/mercados/criptomonedas/20200415/china-epidemia-proyecto-liderar-economia-digital-global/482702308_0.html)
- El Español, Fernández M., (2020): El salto de China a las criptomonedas: una nueva forma de seguir a la población. Disponible en: [https://www.lespanol.com/omicron/20200415/salto-china-criptomonedas-nueva-forma-seguir-poblacion/482701926\\_0.html](https://www.lespanol.com/omicron/20200415/salto-china-criptomonedas-nueva-forma-seguir-poblacion/482701926_0.html)
- Diario Bitcoin, Ochoa A., (2020): Conozca el BSN, el plan de China para impulsar la adopción global de Blockchain a partir de esta semana. Disponible en: <https://www.diariobitcoin.com/conozca-bsn-el-plan-de-china-para-impulsar-la-adopcion-global-de-blockchain-a-partir-de-esta-semana/>