

Las criptomonedas y los mercados: algunas consideraciones básicas

Francisco Peña González

Consejero asesor de Gómez-Acebo & Pombo

La Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, en dos comunicados del 2018, explican el régimen regulatorio actual de las criptomonedas en España.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España han definido el marco normativo actualmente vigente en cuanto a las criptomonedas en dos comunicados. Es necesario un desarrollo regulatorio nuevo internacional, europeo y nacional. Hoy en día, ciertas operaciones como las ofertas iniciales de moneda (en inglés, *initial coin offerings* —ICO—) en criptomonedas han de cumplir ciertas finalidades en la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su comercialización.

Las criptomonedas operan en sus respectivos «mercados» basándose en la tecnología *blockchain*, pero no están operando en los mercados de valores regulados y carecen aún de regulación.

1. El Comunicado conjunto de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España sobre criptomonedas y ofertas iniciales de criptomonedas (ICO) de 8 de febrero del 2018 sigue representando la posición española al respecto. Este comunicado puede resumirse en los siguientes puntos:
 - Las criptomonedas no están reguladas por un banco central u otra entidad pública. Tampoco lo están los actores implicados en su comercialización.

Advertencia legal: Este análisis sólo contiene información general y no se refiere a un supuesto en particular. Su contenido no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

N. de la C.: En las citas literales se ha rectificado en lo posible —sin afectar al sentido— la grafía de ciertos elementos (acentos, mayúsculas, símbolos, abreviaturas, cursivas...) para adecuarlos a las normas tipográficas utilizadas en el resto del texto.

G A _ P

- No es obligatorio aceptarlas como medio de pago (medio de pago sólo convencional).
 - Su circulación es muy limitada (problemas de liquidez). Se están produciendo emisiones para captar fondos de inversores (ICO) fuera de los mercados regulados.
 - Su valor oscila fuertemente, por lo que no puede considerarse un buen depósito de valor ni una unidad de cuenta estable. Sus fuertes revalorizaciones reflejan patrones propios de burbujas especulativas: elevado riesgo de pérdida del capital invertido.
 - Las ofertas iniciales de criptomoneda pueden consistir en la emisión de criptomonedas o en la emisión de derechos denominados *tokens* a cambio de criptomonedas o de divisas oficiales, como los euros.
 - Ni la Comisión Nacional del Mercado de Valores ni el Banco de España han registrado, autorizado o verificado ninguna emisión hasta la fecha (salvo error u omisión) en España. La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) ya advirtió en noviembre del 2017 de la ausencia de garantías o protecciones previstas en la normativa relativa a los productos bancarios o de inversión.
 - A veces los actores implicados en la emisión, custodia y comercialización de criptomonedas están localizados fuera de España, de modo que cualquier conflicto podría quedar fuera de la jurisdicción española.
2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores emitió el mismo día (8 de febrero del 2018) otro comunicado, «Consideraciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre “criptomonedas” e “ICO” dirigidas a los profesionales del sector financiero», que alerta sobre las modalidades identificadas de las ofertas de comercialización de criptomonedas:
- Comercialización directa mediante plataformas que operan en internet y mediante los denominados *cajeros de criptomonedas*. En ambos casos, el inversor, frecuentemente, no llega a poseer directamente las criptomonedas, sino sólo derechos frente a las plataformas o intermediarios no supervisados. En estos casos hay dos problemas graves, según la Comisión Nacional del Mercado de Valores: el riesgo de insolvencia del intermediario y el riesgo de mala llevanza de los registros de activos y de una gestión adecuada de los conflictos de intereses.
 - Comercialización por medio de contratos por diferencias (*contracts for difference* o CFD). En esta modalidad, la Comisión Nacional del Mercado de Valores recuerda que la entidad que ofrezca este servicio debe estar autorizada por ella para prestar servicios de inversión.
 - Comercialización por medio de futuros, opciones y otros derivados, donde la Comisión Nacional del Mercado de Valores recuerda que la comercialización activa de este tipo de productos en régimen de oferta pública (art. 35 del Texto Refundido de la

Ley del Mercado de Valores o TRLMV) por profesionales entre inversores no cualificados (minoristas) podría exigir un folleto aprobado por la Comisión o por otra autoridad de la Unión Europea que haya sido objeto de «pasaporte». La Comisión Nacional del Mercado de Valores cita la oferta hecha sobre *bitcoins* en los Estados Unidos, autorizada ya por la Comisión de Comercio de Futuros de Mercancías (Commodity Futurs Trading Commission o CFTC).

- Comercialización mediante determinados fondos de inversión u otro tipo de vehículos de inversión colectivos que inviertan en criptomonedas. La Comisión Nacional del Mercado de Valores recuerda que ella tiene que haber autorizado estos fondos o tenerlos registrados. Da a entender que sería posible autorizarlos, pero no comercializarlos entre inversores minoristas.
- Comercialización mediante bonos estructurados cuyo subyacente sean criptomonedas. En estos casos, la Comisión Nacional del Mercado de Valores tendrá que aportar el folleto explicativo para su posterior comercialización en régimen de oferta pública.

Esta comunicación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores muestra su inclinación favorable a las ofertas iniciales de criptomonedas (ICO) desde el punto de vista del desarrollo tecnológico y la innovación para los servicios financieros, pero alerta sobre el déficit regulatorio, que exige desarrollar normativas coordinadas a nivel internacional. Hay una necesidad de una regulación específica nacional, europea e internacional ante la dificultad de encajar esta figura (ICO) en la normativa de las operaciones actuales. Sin perjuicio de lo anterior, la Comisión Nacional del Mercado de Valores considera que buena parte de las ofertas iniciales de criptomonedas deberían ser tratadas como emisiones de ofertas públicas de valores negociables (el art 2.1 TRLMV da un concepto amplio del valor negociable, para encajarlas). Sería relevante lo siguiente:

- Los *tokens* atribuyen derechos lo más parecidos a los propios de las acciones y obligaciones.
- Si los *tokens* dan derecho a recibir servicios o bienes, deberían facilitar una liquidez o posibilidad de negociación en mercados equivalentes a los de los valores sujetos a regulación.

Concluye la Comisión Nacional del Mercado de Valores su comunicado con la advertencia de que las ofertas iniciales de criptomonedas, como las anteriormente mencionadas, puedan considerarse valores negociables o instrumentos financieros, a los que serían aplicables la norma nacional y la europea correspondientes, en particular, las derivadas de la MiFID II, de la Directiva de Folletos y de la Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos. Si una oferta inicial de criptomoneda no tiene la consideración de oferta pública (por dirigirse a menos de ciento cincuenta inversores, por establecer una inversión mínima de cien mil euros o por ser por un total inferior a cinco millones de euros), sería de aplicación el artículo 35.3 del Texto

G A _ P

Refundido de la Ley del Mercado de Valores, es decir, que, si media publicidad, debe intervenir una entidad autorizada para prestar servicios de inversión a efectos de comercialización. Con independencia del lugar de emisión, si los *tokens* se comercializan activamente en España, se aplicarán estas últimas normas.