



Comunicado difundido por la Securities and Exchange Commission con consideraciones de su presidente sobre las criptomonedas y las denominadas “ofertas iniciales de criptomonedas” (“Initial Coin Offerings” o “ICOs”)

15 de enero de 2018

El pasado día 11 de diciembre la Securities and Exchange Commission (comisión del mercado de valores de los Estados Unidos) difundió un comunicado con consideraciones de su presidente, Jay Clayton, sobre las criptomonedas y las denominadas “ofertas iniciales de criptomonedas” (“Initial Coin Offerings” o “ICOs”), cuya traducción se adjunta ([versión en inglés](#)).

Aunque los entornos normativos y de mercado español y estadounidense presenten diferencias significativas, se estima que las consideraciones, conclusiones y recomendaciones contenidas en el comunicado pueden ser una guía útil para inversores y profesionales del sector.

Comunicado difundido por la Securities and Exchange Commission con consideraciones de su presidente sobre las criptomonedas y las denominadas “ofertas iniciales de criptomonedas” (“Initial Coin Offerings” o “ICOs”)

11 de diciembre de 2017

Las plataformas mundiales de redes sociales y mercados financieros están en ebullición debido a la proliferación de criptomonedas y de Ofertas Iniciales de Criptomonedas (*ICOs*). Hay muchas historias sobre fortunas creadas y sueños de hacer fortunas. Suena también el conocido dicho “esta vez es diferente”.

Los mercados de criptomonedas y de *ICOs* han crecido rápidamente. Estos mercados son locales, nacionales e internacionales, e incluyen una amplia y creciente gama de productos y participantes. Esto también plantea a los inversores y a otros participantes del mercado muchas preguntas, algunas nuevas y otras habituales (pero de una nueva manera), entre otras, por citar solo algunas:

- ¿Es un producto legal? ¿Está sujeto a regulación, incluidas las normas destinadas a proteger a los inversores? ¿El producto cumple con esas normas?
- ¿Es una oferta legal? ¿Aquellos que ofrecen el producto tienen licencia para hacerlo?
- ¿Son íntegros los mercados en los que se negocian? ¿Pueden ser manipulados los precios en esos mercados? ¿Puedo vender cuando quiera?
- ¿Hay riesgos considerables de fraude o pérdidas, incluido el de pirateo informático?

Las respuestas a éstas y otras preguntas importantes requieren, a menudo, un análisis profundo, y las respuestas pueden diferir dependiendo de muchos factores.

Este comunicado proporciona mi visión general sobre los mercados de criptomonedas e *ICOs*¹ y está dirigido a dos grupos principalmente:

- Inversores minoristas, y
- Profesionales del mercado –incluyendo, por ejemplo, brókers-dealers, asesores de inversión, mercados, abogados y auditores – cuyas acciones impactan en los inversores minoristas.

Consideraciones para los inversores minoristas

Han surgido preocupaciones con respecto a los mercados de criptomonedas y las *ICOs*, incluyendo que, tal y cómo están operando en la actualidad, hay considerablemente menos protección para los inversores que en nuestros mercados de valores tradicionales, con los consiguientes mayores riesgos de fraude y manipulación.

Los inversores deben entender que, hasta la fecha, ninguna *ICO* se ha registrado en la SEC. La SEC tampoco ha aprobado hasta la fecha la admisión a negociación y comercialización de ningún producto cotizado (como por ejemplo, de Fondos cotizados o *ETF*) que invierta en criptomonedas u otros activos relacionados con criptomonedas². **Si alguna persona le dice lo contrario, sea especialmente cauteloso.**

Hemos publicado alertas para los inversores, boletines y comunicados sobre las *ICOs* e inversiones relacionadas con criptomonedas, incluyendo en lo que respecta a la comercialización de ciertas ofertas e inversiones realizadas por personajes famosos y otros³. Por favor, tómese un momento para leerlas. **Si elige invertir en estos productos, por favor realice preguntas y solicite**

¹ Esta declaración es mía y no refleja las opiniones de ningún otro Consejero o de la Comisión. Esta declaración no es, y no debe tomarse como una explicación única de la ley aplicable, de todos los riesgos pertinentes con respecto a estos productos, o una declaración de mi posición sobre cualquier producto en particular. Además, esta declaración no es un comentario sobre un proyecto concreto, en forma de modificación de una norma propuesta o de otra manera, presentado ante la Comisión.

² La CFTC ha considerado el bitcoin como una commodity. El fraude y la manipulación relacionados con el bitcoin negociado en el comercio interestatal están dentro del ámbito de la CFTC, al igual que la regulación de los futuros sobre commodity vinculados directamente con bitcoins. Dicho esto, los productos vinculados al valor de los activos digitales subyacentes, incluyendo el bitcoin y otras criptomonedas, pueden estructurarse como productos de valores sujetos a registro bajo la Ley de Valores de 1933 (Securities Act de 1933) o la Ley de Sociedades de Inversión de 1940 (*Investment Company Act* de 1940).

³ Declaración sobre la promoción potencialmente ilegal de ofertas de ICOs y otras inversiones realizadas por famosos y otros (1 de noviembre de 2017), disponible en <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-potentially-unlawful-promotion-icos>; Alerta al inversor: empresas públicas que realizan reclamaciones relacionadas con ICOs (28 de agosto de 2017), disponible en https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ia_icorelatedclaims; Boletín del inversor: Initial Coin Offerings (25 de julio de 2017), disponible en https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings; Alerta para inversores: Bitcoin y otras inversiones virtuales relacionadas con otras monedas virtuales (7 de mayo de 2014), disponible en <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alert-bitcoin-other-virtual-currency>; Alerta al inversor: esquemas Ponzi usando monedas virtuales (23 de julio de 2013), disponible en https://www.sec.gov/investor/alerts/ia_virtualcurrencies.pdf.

respuestas claras. Se adjunta una lista de ejemplos de preguntas que puede ser de ayuda.

Como con cualquier otra inversión potencial, si un promotor garantiza ganancias, si una oportunidad suena demasiado buena para ser verdad, o si es presionado para actuar rápidamente, por favor, extreme la precaución y sea consciente del riesgo de perder su inversión.

Por favor tenga en cuenta también que estos mercados cruzan las fronteras nacionales y que puede haber negociación en sistemas y plataformas situadas fuera de los Estados Unidos. Sus fondos invertidos pueden moverse rápidamente hacia el extranjero sin su conocimiento. Consecuentemente, los riesgos pueden ir aumentando, incluyendo el riesgo de que los reguladores de mercado, como la SEC, no puedan perseguir de manera efectiva a actores fraudulentos o recuperar el capital invertido.

Para aprender más sobre estos mercados y su regulación, por favor léase la sección que aparece más abajo “Discusión Adicional sobre las criptomonedas, ICOs y la Regulación de Valores”.

Consideraciones para los profesionales del mercado

Creo que las ICOs - representen una oferta de valores o no – pueden ser una manera efectiva para los emprendedores y otros de obtener financiación, incluyendo para proyectos innovadores.

Sin embargo, cualquier actividad que involucre una oferta de valores debe estar acompañada de importantes desgloses de información, procedimientos y otras protecciones para el inversor que exige nuestra normativa de valores. Un cambio en la estructura de una oferta de valores no modifica el hecho fundamental de que, cuando un valor es ofrecido, nuestras leyes de valores deben ser cumplidas⁴. Dicho de otra manera, reemplazar un activo corporativo tradicional registrado en un libro central oficial por un activo de una empresa registrado a través de una anotación *blockchain* en un libro distribuido puede cambiar la forma de la transacción, pero no cambia su sustancia.

Insto a los participantes de los mercados, incluyendo a los abogados del sector, auditores y consultores, a leer detenidamente el informe de investigación “*Report 21(a)*”⁵ que publicamos a principios de este año y revisar nuestras acciones posteriores de supervisión⁶. En el *Report 21(a)*, la

⁴ Es posible realizar una ICO sin activar los requisitos de registro de la SEC. Por ejemplo, al igual que con una exención del Reglamento D para captar capital para la fabricación de un producto físico, una ICO que es un valor puede estructurarse de modo que pueda acogerse a una exención aplicable de los requisitos de registro.

⁵ Informe de investigación de conformidad con la Sección 21 (a) de la Ley del Mercado de Valores de 1934: El DAO (25 de julio de 2017) (Securities Exchange Act of 1934: The DAO), disponible en <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>.

⁶ Comunicado de prensa, Company Halts ICO (Una compañía paraliza una ICO) después de que la SEC plantea inquietudes sobre el registro (11 de diciembre de 2017), disponible en

Comisión aplicó principios legales establecidos para demostrar que un determinado *token* constituye un contrato de inversión y, por lo tanto, es un valor bajo nuestras leyes federales de valores. En particular, concluimos que la oferta de *tokens* representaba una inversión de dinero en una empresa común) con una expectativa razonable de ganancias derivadas de los esfuerzos de emprendedores o de la gestión empresarial de terceros.

Siguiendo la emisión del *Report 21(a)*, determinados participantes del mercado han intentado destacar las características “de utilidad” (*utility*) de sus propuestas de *ICOs* en un esfuerzo por aclarar que sus *tokens* o criptomonedas no son valores. Muchas de esas afirmaciones parecen primar la forma sobre el fondo. Simplemente denominándolo “de utilidad” o estructurándolo para proporcionar alguna utilidad no evita que el *token* sea un valor. Los *tokens* y ofertas que incorporan características y estrategias de marketing que enfatizan los beneficios potenciales basados en los esfuerzos de emprendedores o de gestión empresarial de terceros siguen manteniendo las características distintivas de valor bajo de la ley de Estados Unidos. **En este y en otros aspectos, en los que se espera la aplicación de la experiencia y buen juicio, creo que es donde los expertos, incluyendo abogados del sector, auditores y consultores, deben centrar su responsabilidad.** Os insto a que os guíeis por la motivación principal de nuestro registro, proceso de oferta y requisitos de información: la protección del inversor y, en particular, la protección de los inversores minoristas.

Advierto también a los participantes del mercado en contra de promocionar o publicitar la oferta y venta de criptomonedas sin determinar primero si las leyes de valores se aplican a esas actividades. **Vender valores generalmente requiere una licencia, y la experiencia demuestra que una excesiva promoción en mercados poco activos y volátiles puede ser un indicador de estrategias de scalping, hinchar y pinchar (*pump and dump*) y otras manipulaciones o fraudes.** Al mismo tiempo, también advierto a quienes operan sistemas y plataformas que efectúan o facilitan transacciones en esos productos que pueden estar gestionando *exchanges* (mercados) o *brokers-dealers* no registrados, infringiendo la Ley del Mercado de Valores de 1934.

Sobre las criptomonedas, quiero poner de relieve dos aspectos. Primero, aunque haya criptomonedas que aparenten no ser valores, simplemente por denominarlas “monedas” o una “moneda basada en un producto”, no significa que no sea un valor. Antes de lanzar una criptomoneda o un producto con su valor vinculado a una o más criptomonedas, sus promotores deben (1) ser capaces de demostrar que la moneda o producto no es un valor o (2) cumplir con el registro aplicable y otros requisitos bajo nuestras leyes de valores. Segundo, los *brókers-dealers* y otros participantes del mercado que permiten

<https://www.sec.gov/news/press-release/2017-227>; Comunicado de prensa, SEC Emergency Action Halts ICO Scam (SEC Emergency Action detiene la estafa de unas ICO) (4 de diciembre de 2017), disponible en <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-219>; Comunicado de prensa, SEC Exposes Two Initial Coin Offerings Purportedly Backed by Real Estate and Diamonds (La SEC paraliza dos ofertas ICOs supuestamente respaldadas por el mercado inmobiliario y diamantes) (29 de septiembre de 2017), disponible en <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-185-0>.

pagos en criptomonedas, permitiendo a los clientes comprar criptomonedas apalancadas, o que utilicen criptomonedas para facilitar transacciones de valores, deben tener una especial precaución, incluyendo asegurarse que las actividades de sus criptomonedas no están socavando las obligaciones de blanqueo de capitales y las de identificación del cliente⁷. **Como he dicho anteriormente, estos participantes del mercado deben tratar los pagos y otras transacciones hechas en criptomonedas como si fuera efectivo entregado de una parte a otra.**

Discusión Adicional sobre Criptomonedas, ICOs y Regulación de Valores

Criptomonedas. Hablando en términos generales, las criptomonedas pretenden ser ítems de valor inherente (similares, por ejemplo, al efectivo o al oro) que tienen por objeto permitir la realización de compras, ventas y otras transacciones financieras. Están destinadas a ofrecer muchas de las mismas funciones que las divisas consolidadas, como el dólar americano, el euro o el yen japonés, pero no tienen el respaldo de un gobierno u otro organismo. A pesar de que el diseño y el mantenimiento de las distintas criptomonedas difiere entre sí, los oferentes de criptomonedas destacan varios beneficios potenciales y características de éstas, incluyendo (1) la capacidad de realizar transferencias sin la intervención de un intermediario y sin limitación geográfica, (2) firmeza de la liquidación, (3) bajos costes de transacción comparados con otras formas de pago y (4) la capacidad de verificar las transacciones públicamente. Otra característica bastante promocionada de las criptomonedas incluye el anonimato y la ausencia de regulación gubernamental o supervisión. Los detractores de las criptomonedas señalan que pueden facilitar negociaciones y transacciones financieras ilícitas, y que algunas de las supuestas características beneficiosas pueden no estar disponibles en la práctica.

Se ha afirmado que las criptomonedas no son valores y que la oferta y venta de criptomonedas están fuera de la jurisdicción de la SEC. Que esta afirmación sea correcta respecto a cualquier activo digital que está etiquetado como una criptomoneda, dependerá de las características y el uso de ese activo en particular. En cualquier caso, está claro que, al igual que la SEC tiene una posición clara sobre cómo el dólar americano, el euro y el yen japonés afectan al mercado de valores, tenemos los mismos intereses y responsabilidades con respecto a las criptomonedas. Esto se extiende, por ejemplo, a intermediarios y otros participantes del mercado que permiten que los pagos se hagan en criptomonedas, establecen estructuras para invertir o atesorar criptomonedas o conceden líneas de crédito a los clientes para comprar o mantener criptomonedas.

Initial Coin Offerings. Coincidiendo con el crecimiento considerable de las criptomonedas, las empresas y personas físicas han ido utilizando de forma

⁷ Estoy particularmente preocupado por los participantes del mercado que otorgan líneas de crédito a los clientes en dólares estadounidenses, un activo relativamente estable, para permitir la compra de criptomonedas, que, en nuestra experiencia reciente, han demostrado ser un activo más volátil.

creciente las *ICOs* para conseguir fondos para sus negocios y proyectos. Generalmente estas ofertas implican la oportunidad para inversores particulares de intercambiar divisas como el dólar americano o criptomonedas a cambio de un valor digital etiquetado como *moneda* o “*token*”.

Estas ofertas pueden ser de diferentes tipos, y los derechos e intereses que una moneda pretende proporcionar al tenedor pueden variar bastante. Una pregunta clave para todos los participantes del mercado de las *ICOs*: “¿La moneda o *token* es un valor?”. Como bien saben los usuarios de la ley del mercado de valores, la respuesta depende de los hechos. Por ejemplo, un *token* que representa un interés participativo en el Club Libro del Mes (*Book Of The Month Club*) puede no implicar a nuestra regulación de valores, y puede ser una manera eficiente para que los operadores del club puedan financiar la futura adquisición de libros y facilitar la distribución de esos libros a los tenedores de *tokens*. Por el contrario, muchas ofertas de *tokens* parecen haber ido más allá de este concepto y son más análogas a los intereses de una editorial, todavía no en marcha y con los autores, libros y redes de distribución todos por llegar. Es especialmente problemático cuando los promotores de esas ofertas hacen hincapié en la negociación potencial de estos *tokens* en mercados secundarios. Potenciales compradores están siendo capturados con la posibilidad de que los *tokens* incrementen su valor - con la capacidad de hacer efectivo esos incrementos revendiendo los *tokens* en un mercado secundario - o, en otro caso, obtener beneficios de los *tokens* basados en los esfuerzos de terceros. Estas son características clave de un valor y de una oferta de valores.

Por lo general, las estructuras de las *ICOs* que he visto promocionan la oferta y venta de valores e implican directamente requisitos de inscripción de valores y otras disposiciones de protección al inversor de nuestras leyes federales de valores. En general, estas leyes establecen que los inversores merecen saber en qué están invirtiendo y los riesgos que asumen.

He solicitado a la División de Inspección de la SEC que continúe vigilando esta área activamente y que recomiende actuaciones inspectoras sobre aquellos que realicen *ICOs* infringiendo las leyes federales de valores.

Conclusiones

En la SEC estamos comprometidos a promover la formación de capital. La tecnología en la que están basadas las criptomonedas e *ICOs* puede llegar a ser disruptiva, transformativa y mejorar la eficiencia. Estoy seguro que los desarrollos en Fintech pueden ayudar a facilitar la formación de capital y proporcionar oportunidades de inversión prometedoras tanto para inversores institucionales como minoristas.

Animo a los inversores minoristas a abrirse a esas oportunidades, pero haciendo buenas preguntas, exigiendo respuestas claras y aplicando el sentido común cuando lo hagan. Cuando se asesora a los clientes, diseñando

productos y participando en transacciones, los participantes del mercado y sus asesores deben considerar cuidadosamente nuestras leyes, regulaciones y guías, así como nuestros principios basados en el régimen de la ley de valores, que nos ha sido enormemente útil para hacer frente a los nuevos desarrollos durante más de 80 años. Animo también a los participantes del mercado y sus asesores a comprometerse con el personal de la SEC a ayudar en su análisis conforme a las leyes de valores. Los expertos que ofrecen asistencia en estas materias están disponibles en FinTech@sec.gov.

Ejemplos de preguntas para inversores considerando una oportunidad de inversión en criptomoneda o ICOs⁸

- ¿Con quién estoy contratando exactamente?
 - ¿Quién está emitiendo y promoviendo el producto, cuáles son sus antecedentes, y han proporcionado una descripción total y completa del producto? ¿Tienen un plan de negocios claro y escrito que comprendo?
 - ¿Quién promociona o comercializa el producto? ¿Cuáles son sus antecedentes? ¿Tienen licencia para vender el producto? ¿Han sido pagados para promocionar el producto?
 - ¿Dónde está ubicada la empresa?
- ¿A dónde va mi dinero y para qué se usará? ¿Mi dinero va a ser usado para pagar a otros?
- ¿Qué derechos específicos se adquieren con mi inversión?
- ¿Hay estados financieros? Si es así, ¿están auditados y por quién?
- ¿Hay datos de negociación? Si es así, ¿hay alguna forma de verificarlos?
- ¿Cómo, cuándo y a qué precio puedo vender mi inversión? Por ejemplo, ¿tengo derecho a devolver el token o moneda a la empresa o recibir un reembolso? ¿Puedo revender la moneda o token, y si es así, hay alguna limitación en mi capacidad para revender?
- Si se trata de un monedero electrónico (wallet), ¿qué sucede si pierdo la clave? ¿Todavía tendré acceso a mi inversión?
- Si se hace uso del blockchain, ¿ese blockchain está abierto y es público? ¿Se ha publicado el código y ha habido una auditoría independiente de ciberseguridad?
- ¿La oferta se ha estructurado para cumplir con las leyes de valores y, de no ser así, qué implicaciones tendrá esto para la estabilidad de la empresa y el valor de mi inversión?
- ¿Qué protecciones legales pueden o no estar disponibles en caso de fraude, piratería informática, malware (virus) o desaceleración en las perspectivas comerciales? ¿Quién será responsable de reembolsar mi inversión si algo sale mal?
- Si tengo derechos legales, ¿puedo hacer que se cumplan de forma efectiva y habrá fondos suficientes para compensarme si se violan mis derechos?

⁸ Esto no pretende representar una lista exhaustiva. Consulte también los boletines, alertas y declaraciones de inversores de la SEC a los que se hace referencia en la nota 3 de esta declaración.