

Nota Informativa – Nuevos criterios de la CNMV en relación con las *Initial Coin Offerings* (ICOs)

Madrid, 9 octubre de 2018

El pasado 20 de septiembre de 2018 la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) publicó **nuevos criterios interpretativos sobre las *Initial Coin Offerings* (ICOs)**, que complementan los criterios iniciales¹ que la CNMV está aplicando a este nuevo fenómeno.

La CNMV alerta, en primer lugar, que **los criterios no son estáticos y que debido a la complejidad del asunto están sujetos a revisión** en función de la experiencia y del debate internacional que esta teniendo lugar, en particular, en la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA).

Entre las **novedades** que figuran en los nuevos criterios, cabe destacar las siguientes:

- Las propuestas de ICOs serán analizadas **caso por caso**.
- Se **excluyen de la consideración como valor negociable** aquellos casos en los que **no quepa razonablemente establecer una correlación entre las expectativas de revalorización** o de rentabilidad y la **evolución del negocio** o proyecto subyacente.

La CNMV responde, además, a las siguientes cuestiones para los casos en que los *tokens* sean considerados valores negociables:

¿Es necesario publicar un folleto informativo?

- La CNMV reconoce la dificultad que puede suponer la elaboración de un folleto para este tipo de entidades debido a la ausencia de un modelo armonizado a nivel europeo, pero matiza que **hará un esfuerzo de adaptación y tendrá en cuenta el principio de proporcionalidad cuando resulte necesario publicar un folleto por las características de la operación**, con el fin de reducir la complejidad y extensión del documento.

¿Es necesaria la intervención de una entidad autorizada para la colocación y custodia de *tokens*?

- **No será necesaria la intervención de una empresa de servicios de inversión (ESI)** en los casos en que la **operación sea meramente ocasional para el emisor**².
- No obstante, en los casos en que se utilice **cualquier forma de comunicación publicitaria** para colocaciones privadas dirigidas a inversores minoristas **deberá intervenir una ESI** (artículo 35.3 Ley del Mercado de Valores - LMV).

¿Es posible la negociación de *tokens* en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación (SMN) o sistemas organizados de contratación (SOC) españoles?

¹ <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={9c76eef8-839a-4c19-937f-cfde6443e4bc}>
<http://cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAsFinTech.pdf>

² La CNMV encuentra esta justificación en el hecho de tratarse de una actividad reservada que requiere que se realice "con carácter profesional o habitual", remitiendo para lo establecido en los artículos 144.1 de la Ley del Mercado de Valores (LMV) y en el artículo 8.1 del Real Decreto 217/2008.



- No puede excluirse la posibilidad, en España, del registro de derechos que puedan tener la consideración de valor negociable a través de la tecnología *blockchain*, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 6.1 LMV. Sin embargo, **no es posible la negociación de tokens en mercados regulados, SMN o SOC españoles porque la LMV exige** que los valores admitidos a negociación en estos mercados deberán estar necesariamente **representados mediante anotaciones en cuenta**. Por otro lado, en estos casos la ley también exige que **el registro sea realizado en estos casos por un depositario central de valores**.
- La CNMV advierte que **si los tokens se negocian en un mercado no español esta no es competente** para exigir que estén representados mediante anotaciones en cuenta.

¿Y en plataformas de negociación (*exchanges*) no reguladas localizadas en España?

- **No es posible generar un mercado interno en una plataforma no regulada en España** debido a que estas plataformas tendrían que contar con las autorizaciones exigibles para poder negociar *tokens* que son considerados valores negociables y, adicionalmente, deberían cumplir lo con los requisitos referidos en la pregunta anterior.

Estos nuevos criterios reflejan la complejidad de la materia y la **necesidad urgente de armonización legislativa y de supervisión**, a nivel europeo e internacional, que aporte seguridad jurídica a este nuevo mecanismo alternativo de financiación.

Se espera que con el **informe que deberá publicar la ESMA a finales de este año y la reciente propuesta del Parlamento Europeo³ de integrar los ICOs en el Reglamento sobre Crowdfunding** se consiga avanzar en este sentido, con el fin de evitar la fragmentación del mercado europeo y el consecuente arbitraje regulatorio, lo que sería contrario a los objetivos de la Unión de Mercados de Capitales⁴ y llevaría, inevitablemente, a un *"race to the bottom"*.

Ante esta situación, esperamos al menos que el anteproyecto de Ley de transformación digital del sistema financiero en el que se incluye la regulación de un "Sandbox" o espacio controlado de pruebas dirigido a innovaciones financieras de base tecnológica, que fue publicado el pasado 12 de julio y cuyo período de audiencia pública finalizó el pasado 7 de septiembre, pueda ver pronto la luz y los promotores que quieran lanzar una ICO dirigida a un mercado español puedan ampararse en este entorno acotado en el que lanzar su proyecto evitando el riesgo que supone no tener unas reglas del juego claras y definidas a las que poder acogerse.

Área de *FinTech* y Regulación Financiera

+ 34 91 781 61 60

info@ecija.com

www.ecija.com

³ <https://cdn.crowdfundinsider.com/wp-content/uploads/2018/09/European-Parliament-Draft-on-Crowdfunding-including-ICOs-August-2018.pdf>

⁴ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-1364_es.htm