



Criterios en relación con las ICOs

20 de septiembre de 2018

Este documento recoge los criterios iniciales de actuación que la CNMV está aplicando en relación con las ICOs. Dada la complejidad y novedad del fenómeno, estos criterios están sujetos a revisión en función de la experiencia que se vaya acumulando y el debate que al respecto se está desarrollando actualmente a nivel internacional y, en particular, en la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA).

1. Consideración de los tokens como valores negociables

- Se analizarán las propuestas caso por caso.
- Los criterios establecidos en el Comunicado de la CNMV publicado en febrero 2018¹ siguen siendo válidos, aunque con una matización a la vista de la orientación que está teniendo el debate internacional sobre este tema.
 - En el comunicado de febrero se señalaba que: *“Los “tokens” que den derecho a acceder a servicios o a recibir bienes o productos, que se ofrezcan haciendo referencia, explícita o implícitamente, a la expectativa de obtención por el comprador o inversor de un beneficio como consecuencia de su revalorización o de alguna remuneración asociada al instrumento o mencionando su liquidez o posibilidad de negociación en mercados equivalentes o pretendidamente similares a los mercados de valores sujetos a la regulación”.*
 - Sin embargo, se estima adecuado excluir 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 del instrumento y la evolución del negocio o proyecto subyacente.

Los criterios que se incluyen a continuación se refieren al caso de que los *tokens* emitidos en la ICO tengan la consideración de valores negociables.

2. Necesidad y alcance de la intervención de entidades autorizadas para prestar servicios de inversión

- En cuanto a la intervención de entidad autorizada a la que se refiere el art. 35.3 de la Ley del Mercado de Valores (LMV), se aplicará lo publicado en las Q&A de Fintech respecto del grado mínimo de intervención de la entidad autorizada para prestar servicios de inversión a efectos de la comercialización (que implica que dicha entidad debe realizar una supervisión general del proceso y validar la información a entregar a los inversores, que deberá ser clara, imparcial y no engañosa y referirse a las características y riesgos de los valores emitidos, así como a la situación jurídica y económico-financiera del emisor de una manera suficientemente detallada para permitir que el inversor pueda tomar una decisión de inversión fundada).

¹ [Comunicado CNMV ICOs \(8 de febrero 2018\)](#)

Asimismo, se considera adecuado que la entidad autorizada no proceda a validar la información a entregar a los inversores a no ser que en la misma se incluyan advertencias destacadas acerca de la naturaleza novedosa de la tecnología de registro y del hecho de que la custodia de los instrumentos no se realiza por una entidad habilitada para prestar servicios de inversión.

- No es necesaria, en principio, dado que normalmente para el emisor la operación será meramente ocasional, la intervención de una entidad autorizada para realizar la colocación de los valores. La reserva de actividad prevista en el artículo 144.1 LMV (en relación con el artículo 140 e) y f)) requiere que la actividad se realice “con carácter profesional o habitual”).
- Tampoco tiene que ser necesaria, en principio, la intervención de una entidad autorizada para realizar la custodia de los valores puesto que la reserva de actividad prevista en el artículo 144.1 LMV (en relación con el artículo 141 a)) requiere que la actividad se realice “con carácter profesional o habitual”).

3. Representación de los *tokens* y consecuencias de su negociación en plataformas de negociación

El artículo 6.1 LMV² permite interpretar que es posible que ciertos valores no se representen por medio de anotaciones en cuenta o títulos (dado que se utiliza el término “podrán”). Por tanto, no puede excluirse la posibilidad del registro de derechos que puedan tener la consideración de valor negociable a través de la tecnología DLT (*blockchain*). Teniendo esto en cuenta:

a) Si los *tokens* se van a negociar en mercados NO españoles:

- El artículo 6.2 LMV³ solo es aplicable a centros de negociación españoles. Por lo tanto, si los *tokens* se negocian en un mercado no español la CNMV no es competente para exigir que estén representados mediante anotaciones en cuenta.
- Será la ley (y la autoridad competente) del país en el que se encuentre el mercado en el que vayan a negociarse los *tokens* la que determine en qué medida es exigible una forma concreta de representación de los valores para su negociación en un mercado organizado y, en su caso, la necesidad de que la llevanza del registro se realice por un depositario central de valores.

b) No parece posible la negociación de los *tokens* en mercados regulados, SMN o SOC españoles ya que:

² “Los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. La modalidad de representación elegida habrá de aplicarse a todos los valores integrados en una misma emisión”.

³ “Los valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación estarán necesariamente representados mediante anotaciones en cuenta”. (...)

- El artículo 6.2 LMV exigiría que los tokens estén representados por medio de anotaciones en cuenta.
 - El artículo 8.3 LMV⁴ obligaría a que la llevanza del registro se realizara por un depositario central de valores.
- c) **Tampoco parece posible generar un mercado interno en una plataforma no regulada o que los *tokens* se negocien en una plataforma (*exchange*) localizada en España ya que:**
- En el caso de tokens considerados valores negociables, estas plataformas deberían contar con las autorizaciones exigibles para ejercer su actividad, entre ellas las necesarias como centro de negociación (como mercado regulado, SMN o SOC) o como empresa de servicios de inversión (ESI) o entidad de crédito que opere como internalizador sistemático. La gestión del centro de negociación debería realizarse por una ESI o por una entidad rectora de un mercado, y estarían sujetas en general a la normativa del mercado y al ámbito de supervisión de la CNMV.
 - También se les aplicarían las mismas previsiones de la letra b) anterior respecto de la necesidad de representación mediante anotaciones en cuenta y participación de un depositario central de valores.

4. Necesidad de folleto informativo

- Dado que la mayoría de las operaciones que se están planteando pueden ampararse en el artículo 35.2 LMV (relativo a las situaciones en las que no existe obligación de publicar un folleto), se aconseja a los emisores que se atengan a los criterios comentados anteriormente en relación con el artículo 35.3.
- Hay que tener en cuenta que la elaboración de un folleto para una ICO puede encontrarse con dificultades debido a la ausencia de un modelo armonizado a nivel europeo, lo cual, a su vez, puede generar disfunciones con otras autoridades europeas respecto del pasaporte del folleto aprobado por la CNMV.
- No obstante, cuando resulte necesario un folleto por las características de la operación, la CNMV hará el esfuerzo necesario de adaptación y tendrá en cuenta el principio de proporcionalidad (máxime cuando es previsible que las operaciones no sean de gran tamaño) a efectos de reducir en lo posible la complejidad y extensión del documento.

⁴ “Cuando se trate de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación, la entidad encargada de la llevanza del registro contable de los valores será el depositario central de valores designado que ejercerá tal función junto con sus entidades participantes”.