



Asesoramiento de ESMA dirigido a las Instituciones de la Unión Europea sobre las Initial Coin Offerings y los criptoactivos. Febrero 2019.

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por su acrónimo en inglés) ha publicado, con fecha 9 de enero de 2019, un **asesoramiento dirigido a las Instituciones de la Unión Europea (Comisión, Consejo y Parlamento) sobre las Initial Coin Offerings (ICOs) y criptoactivos**. El documento aclara que la actual normativa de la Unión Europea (UE) es aplicable a aquellos criptoactivos que tengan la consideración de instrumentos financieros y describe la posición de ESMA en relación con los vacíos y problemas que este marco normativo presenta para su aplicación a los mismos por parte de las autoridades nacionales competentes (ANC). En cuanto a los criptoactivos que no tienen la consideración de instrumentos financieros, ESMA propone un régimen a medida (*bespoke regime*) limitado a establecer unos requisitos mínimos.

Asimismo, ESMA considera que, para garantizar una igualdad de condiciones (*level playing field*) y la adecuada protección de los inversores en la UE, ambas situaciones (tanto si los criptoactivos son instrumentos financieros como si no) deberían ser analizadas a nivel europeo teniendo en cuenta para ello las reflexiones y los posibles caminos a seguir que ESMA propone en este asesoramiento a la hora de determinar la idoneidad del marco legislativo actual u otras iniciativas normativas en relación con las ICOs y los criptoactivos.

ESMA emite este asesoramiento, con base en el artículo 9.4 del Reglamento (UE) nº 1095/2010, de 24 de noviembre, y para dar respuesta a la solicitud de la Comisión Europea (CE) quien, en su Plan de acción sobre FinTech para 2018, solicitaba que las Autoridades Europeas de Supervisión (ESAs, por su acrónimo en inglés) evaluaran la idoneidad del marco normativo de la UE en relación con las ICOs y las criptomonedas.

Conceptos clave y panorama del ecosistema de los criptoactivos: actores y modelos de negocio

Los **criptoactivos** son un tipo de activo privado basado en la tecnología del libro distribuido o *Distributed Ledger Technology* (DLT). Pueden ser de distintos tipos: inversión, incorporan ciertos derechos a participar en beneficios y se parecen a instrumentos financieros; utilidad, proporcionan la posibilidad de ser utilizados o consumidos para acceder o comprar algún bien o servicio dentro del ecosistema en el que son generados; y pago, pueden ser utilizados como medio de pago para pagar bienes o servicios externos al propio ecosistema.

La **DLT** es un medio para guardar información a través de un libro mayor distribuido, que es una copia digital repetida de los datos disponibles en múltiples ubicaciones, basado en la criptografía de doble clave: la pública, que se utiliza para la identificación, y la privada, utilizada para la autenticación y el encriptado. Para transferir activos en la DLT se asocia una dirección (*hash* de la clave pública) y un balance que se llevan, junto con la clave privada encriptada y la dirección del destinatario, a la DLT que autentica la transacción obteniendo la clave pública de la clave privada encriptada.

Los **monederos digitales** de criptoactivos se utilizan para almacenar claves públicas y privadas y para interactuar en las DLTs y permitir que los usuarios envíen y reciban criptoactivos y supervisen sus saldos.

Pueden ser de distintos tipos: de *software* (se accede desde otro dispositivo físico) o *hardware* (dispositivo físico) y los llamados monederos *hot* o *cold* según estén o no conectados a internet.

La DLT utiliza el mecanismo de **consenso distribuido** para verificar y confirmar las transacciones. El consenso se alcanza a través de una red de ordenadores manejados por los denominados **mineros**, quienes proporcionan el poder computacional necesario para validar las transacciones e incluirlas en el siguiente bloque de transacciones de la cadena. Los mecanismos de consenso tienen como objetivo mitigar el riesgo de que los usuarios de la DLT publiquen transacciones falsas. La mayoría de los criptoactivos emitidos recientemente están basados en DLT no permissionados (en los que el acceso no está sujeto a permiso o autorización) y cualquiera puede ser minero, lo que plantea problemas específicos de gobernanza y responsabilidad.

Los **desarrolladores** trabajan en la puesta en práctica y progreso del protocolo o sistema operativo de la DLT, incluidos los **contratos inteligentes** (*smart contracts*). Los contratos inteligentes son piezas de código autoejecutables que replican los términos de un contrato para automatizar la ejecución de obligaciones contractuales.

Las **ICOs** han emitido muchos de los criptoactivos que existen en el mercado para obtener financiación para su emisor ya sea a cambio de dinero fiat u otros criptoactivos como *Bitcoin* o *Ether*. Su promoción se realiza mediante la publicación de documentos de información (*white papers*) en la página web del emisor y en las redes sociales.

Los criptoactivos, una vez emitidos, pueden ser intercambiados por dinero fiat u otros criptoactivos en **plataformas de negociación** especializadas. Algunas de estas plataformas pueden proporcionar servicios de tipo *brokers/dealers* mientras que otras son más parecidas a sistemas de negociación multilateral. En las llamadas plataformas **centralizadas** los activos y las claves están a nombre de estas y la liquidación se produce en los libros de la plataforma fuera de la DLT mientras que en las **descentralizadas** los criptoactivos están a nombre de los clientes y la liquidación tiene lugar en la DLT en cadena.

La información sobre el **perfil de los inversores** en criptoactivos es limitada. Parece que la base de inversores se ha expandido desde la comunidad original con conocimientos tecnológicos a una base más amplia, incluyendo inversores minoristas e institucionales.

Riesgos, beneficios y consideraciones a tener en cuenta por los reguladores

ESMA analiza los **riesgos** que los criptoactivos suponen para la **protección del inversor y la integridad de los mercados** ya que, en la actualidad y según los análisis efectuados por el FSB, entre otros, los criptoactivos no plantean un riesgo para la estabilidad financiera.

En opinión de ESMA es probable que los **inversores no conozcan los riesgos** antes de realizar la inversión ni si esta clase de activos son apropiados para sus necesidades. En general, los proyectos de los emisores de ICOs se encuentran en sus etapas iniciales de desarrollo por lo que la probabilidad de que fracasen es elevada. Además, los criptoactivos tienen una liquidez limitada.

Por lo que respecta a las **plataformas de negociación**, además de los riesgos generalmente asociados a ellas, tienen otros riesgos específicos derivados de la tecnología DLT. Así, en las plataformas centralizadas los usuarios sufrirían las pérdidas en caso de un ataque cibernético y tendrían un riesgo de contraparte con la plataforma mientras que en las plataformas descentralizadas el riesgo de pérdida por un ciberataque es mucho menor y no existe el riesgo de contraparte pero tendrían las mismas vulnerabilidades que la DLT en la que se construyen como, por ejemplo, retrasos en el procesamiento de las transacciones o problemas de gobernanza.

En cuanto a los **riesgos relacionados con la custodia de los criptoactivos** sería necesario conocer las medidas que podrían poner en marcha los proveedores de servicios de monederos virtuales (o plataformas de

negociación que presten este servicio) para segregar y proteger los criptoactivos que custodian.

Otros **riesgos derivados de la tecnología subyacente** son: a) los riesgos tecnológicos, como los fallos en los protocolos que sustentan la DLT o en la codificación de los contratos inteligentes, o la posibilidad de ataques cibernéticos u otros derivados del carácter incipiente de la DLT y b) los riesgos derivados de la naturaleza distribuida de la DLT que plantea problemas de territorialidad (ley aplicable), gobernanza y privacidad, que pueden ser mitigados en parte mediante acuerdos específicos en el caso de las DLTs permitidas. La falta de normas que establezcan responsabilidades en caso de error, negligencia o dolo hace que no existan incentivos al buen funcionamiento del mecanismo de consenso, puede llevar a que los mineros puedan suspender sus actividades si no reciben el incentivo adecuado o a que se pueda producir un *fork* (bifurcación) por un cambio en el protocolo de la DLT. La falta de normas sobre conflictos de interés puede dar lugar a la concentración de actividades de los mineros aumentando la posibilidad de manipulación de precios y falta de competencia. Otro desafío es determinar cómo se van a garantizar la privacidad de los datos de clientes y la protección de la información privilegiada.

Las ICOs y los criptoactivos presentan una serie de **potenciales beneficios**: son una fuente de financiación alternativa para proyectos de DLT y start-ups y una oportunidad de inversión atractiva aunque arriesgada para inversores minoristas que normalmente no tienen acceso a financiar proyectos en una etapa temprana. Además, la posibilidad de conversión de toda clase de activos en activos digitales representados en la DLT puede ser una tendencia a largo plazo que puede tener potencial para reactivar la inversión o mejorar la liquidez de ciertos activos financieros. La DLT y los contratos inteligentes también pueden potencialmente reducir riesgos y costes.

Una cuestión previa es la **necesidad de seguridad jurídica**: es necesario aclarar cómo se clasifican legalmente los criptoactivos y la forma en que el actual marco normativo de la UE puede aplicarse a ellos.

Clasificación legal de los criptoactivos: circunstancias en las que tendrían la consideración de instrumentos financieros

ESMA constata que no existe una definición legal de criptoactivo y la cuestión clave para su encaje jurídico es analizar si se pueden considerar los criptoactivos como instrumentos financieros según la Directiva 2014/65 relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II) que define “instrumentos financieros” en el artículo 4.1.15 (enumerados en la sección C del anexo I) y “valores negociables” en el artículo 4.1.44.

Para la redacción de este asesoramiento, ESMA ha utilizado las conclusiones de la **encuesta del FISC** (*Financial Innovation Standing Committee*) entre las ANC sobre la clasificación legal de una muestra de 6 criptoactivos de distintos tipos (excepto los considerados solo de pago que estarían fuera de la regulación sectorial de valores) disponibles para inversores europeos. Los principales resultados de la encuesta pusieron de relieve que:

- La clasificación de un criptoactivo es, por el momento, responsabilidad de cada ANC y dependerá de la implementación nacional específica de MiFID II ya que, por ejemplo, algunos Estados Miembros (EEMM) emplean una lista exhaustiva de posibles valores negociables mientras otros prefieren una lista no exhaustiva, de forma que no todas las ANC los clasifican de la misma forma.
- Si el criptoactivo se clasifica como valor negociable u otro tipo de instrumento financiero conforme a MiFID II, debe cumplir con la regulación financiera existente en la UE.
- Los criptoactivos que otorgan derechos a participar en beneficios (sin derechos de propiedad o políticos) se han calificado por la mayoría de ANC como valores negociables. Los criptoactivos de pura utilidad quedan fuera de la regulación financiera.
- Algunas modificaciones o adaptaciones legales parecen inevitables, a la vista de su gran variedad, para ajustar la legislación vigente a esta nueva clase de activos.

Implicaciones normativas en el caso de que un criptoactivo tenga la consideración de instrumento financiero

La aplicación de la normativa europea sobre servicios financieros a los criptoactivos que tienen la consideración de instrumentos financieros plantea una serie de problemas y desafíos.

Para la aplicación de la normativa de **folletos** (Directiva 2003/71/CE y Reglamento 2017/1129), el folleto informativo debería adaptarse al tipo de activo y emisor e incluir información detallada sobre las características y derechos asociados a los criptoactivos, los términos y condiciones y el calendario previsto de la oferta, el uso que se va a dar a los fondos captados y los riesgos específicos relacionados con la DLT.

Los emisores de ICOs, cuando los criptoactivos estén admitidos a negociación en un mercado regulado situado u operando dentro de un Estado miembro, deberán cumplir con los requisitos de información pública periódica de la Directiva de **transparencia** (Directiva 2013/50/CE que modifica la 2004/109/CE).

En cuanto a la aplicación de **MiFID II**, el carácter descentralizado de algunas plataformas supone que no existe un operador identificado, que su operativa esté automatizada en base a *smart contracts* y que no se pueden controlar los requisitos de acceso a las mismas. Los requisitos de transparencia pre y post-negociación podrían no aplicarse en la misma forma en todas las jurisdicciones ya que dependerá de la clasificación del criptoactivo como acciones e instrumentos asimilados o instrumentos distintos de estos. Tampoco tienen fácil encaje las plataformas híbridas (aquellas en las que el casamiento de órdenes se realiza de manera tradicional pero la liquidación mediante un *smart contract*).

En cuanto a la aplicación del Reglamento de **abuso de mercado** (Reglamento 596/2014), ESMA recomienda que la posibilidad de que el precio de un instrumento financiero pudiera verse afectado por la manipulación de precio de un criptoactivo que no es instrumento financiero se pueda considerar y abordar en cualquier revisión futura de este Reglamento.

En lo que respecta al Reglamento de **ventas en corto** (Reglamento 236/2012), ESMA considera que podría ser necesario revisar la lista de instrumentos financieros que figura en el Anexo I del Reglamento Delegado 918/2012 para incluir explícitamente a los criptoactivos que pudieran generar una posición corta neta en una acción o instrumento de deuda soberana así como plantearse la conveniencia de aplicar esta normativa a los criptoactivos no clasificados como instrumentos financieros.

Para la aplicación de la Directiva de **firmeza en la liquidación** (Directivas 98/26 y 2004/44) y el Reglamento sobre la mejora de la liquidación de valores en la UE y los **Depositarios Centrales de Valores** (Reglamento 909/2014), cuando exista un sistema de liquidación de valores ESMA entiende que debe analizarse con más detalle si una DLT no permissionada podría ser autorizada como Depositario Central de Valores (DCV) en el que se deban registrar los criptoactivos - o colaborar con un DCV autorizado -, así como el papel de los mineros y su encaje en la regulación de los DCV en términos de gobernabilidad y requisitos técnicos, dado su papel novedoso y fundamental en el proceso de liquidación. Otro problema es que, en el entorno de los criptoactivos, son las personas físicas las que toman parte en las transacciones. ESMA también prevé problemas en relación con la firmeza de la liquidación y el principio de Entrega contra Pago, o *Delivery versus Payment* (DvP), en un entorno de DLT y problemas de interoperabilidad en las DLTs no permissionadas. En cuanto a la **forma de representación** de los criptoactivos, parece que podría utilizarse cualquier tecnología, incluida la DLT, para la representación en la UE de criptoactivos por medio de anotaciones en cuenta, si bien puede haber legislación nacional que imponga restricciones pero una vez que esos valores se negocien o sean admitidos en un centro de negociación deben estar registrados en el sistema de anotaciones en cuenta en un DCV.

La **custodia y registro de titularidades** de valores y de derechos adjuntos a las titularidades no está armonizada a nivel de la UE. ESMA considera, en principio, que tener el control de las claves privadas en nombre de los clientes podría considerarse como servicios de custodia si bien puede realizarse sobre la base de

otro contrato jurídico y que los reguladores deberían analizar cómo cumplir las obligaciones legales en un entorno DLT.

También son de aplicación la Directiva de **gestores de fondos de inversión alternativos** (Directiva 2011/61/CE) y la Directiva relativa a los **sistemas de indemnización** de los inversores (Directiva 97/9/CE) a los clientes de empresas de servicios de inversión en relación con las actividades sobre criptoactivos que sean instrumentos financieros en la UE.

La 5ª Directiva sobre **blanqueo de capitales y financiación del terrorismo** (AMLD), que debe ser implementada antes del 10 de enero de 2020, incluye en su ámbito de aplicación a los proveedores de servicios de monederos virtuales y a los brokers de monedas virtuales. ESMA está conforme con la recomendación de la EBA (*European Banking Authority*) en su informe con asesoramiento técnico a la CE sobre la clasificación de los criptoactivos a la vista de la 2ª Directiva de dinero electrónico (Directiva 2009/110 /CE) y la 2ª Directiva de servicios de pago (Directiva 2015/2366/UE), según el cual el ámbito de la AMLD debe revisarse para incluir a los proveedores de servicios de intercambio de criptoactivos y proveedores de servicios financieros para las ICOs.

Posición de ESMA sobre los vacíos y problemas para ser tomada en consideración por las Instituciones de la UE

ESMA considera que será necesario reevaluar el fenómeno a medida que se desarrolle la tecnología DLT que aún se encuentra en una etapa temprana y propone un conjunto de medidas que afectan en muchos casos a la normativa de nivel 1 complementada con medidas de nivel 2 y 3 y, en su caso, de Q&As:

- Definición del concepto “servicios y actividades de custodia” sobre criptoactivos en un marco DLT.
- Ajuste de los conceptos de “liquidación” y “firmeza de la liquidación” sobre criptoactivos y aclaración de problemas específicos de gobernanza en las DLTs no permissionadas y del papel de los mineros en la liquidación.
- Identificación de nuevos requisitos o refuerzo de los existentes para mitigar los riesgos específicos de la tecnología subyacente (garantía de que el protocolo y los contratos inteligentes que sustentan la DLT cumplan con unos requisitos mínimos de confianza y seguridad jurídicas) y los riesgos cibernéticos.
- Definición de requisitos para plataformas descentralizadas e híbridas.
- Modificación de los requisitos de pre y post transparencia (definición de umbrales de liquidez, tamaño, etc.) para adaptarse a los nuevos activos.
- Adaptación de los requisitos para la remisión de información y registro de operaciones y de los identificadores y clasificaciones de los instrumentos financieros tradicionales.
- Análisis de posibles nuevos supuestos de abuso de mercado y mención explícita de los criptoactivos en ventas en corto.

En cuanto a los **criptoactivos que no son instrumento financiero** (excepto si tiene la consideración de dinero electrónico) es probable que queden fuera del ámbito de la normativa de la UE, con la consiguiente desprotección de los inversores quienes, además, no pueden distinguir fácilmente entre aquellos criptoactivos que están dentro del alcance de las normas de servicios financieros de la UE y los que no lo están, especialmente cuando se negocian en los mismos centros de negociación.

ESMA es consciente de que algunos EEMM (Francia, Liechtenstein y Malta) tienen o están considerando establecer regímenes a medida (*bespoke regimes*) para este tipo de criptoactivos que no son instrumentos financieros de MiFID II, pero considera más adecuado dotarles de un marco homogéneo en toda la UE y entre las dos opciones (A) establecer un régimen a medida y (B) no realizar ninguna actuación, ESMA prefiere la opción A. Este régimen a medida consistiría en establecer en el nivel 1 unos requisitos mínimos para tipos

específicos de criptoactivos que, en todo caso, incluirían aspectos relacionados con la prevención del blanqueo de capitales y con la obligación de informar adecuadamente a los inversores sobre los riesgos y la falta de protección o la protección limitada que conllevan esta clase de inversiones.

Enlaces de interés:

[Asesoramiento de ESMA a la Comisión Europea sobre *Initial Coin Offerings* y criptoactivos](#)

[Informe de EBA con asesoramiento a la Comisión Europa sobre criptoactivos](#)