



Dos Consultas de IOSCO: una sobre Recomendaciones para mercados e intermediarios de cripto-activos y activos digitales (mayo 2023) y otra sobre Recomendaciones para Finanzas Descentralizadas (septiembre 2023)

Septiembre 2023

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) ha publicado, con fecha de 23 de mayo de 2023, un documento a consulta con el fin de proponer un conjunto de recomendaciones con respecto a los mercados sobre cripto-activos y activos digitales para promover la integridad de esos mercados y la protección de los inversores. Esta consulta se enmarca en los trabajos del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) sobre los cripto-activos y la estabilidad financiera como los publicados el 17 de julio de 2023 titulados (1) “Marco regulatorio global sobre actividades relativas a cripto-activos” y (2) “Recomendaciones de alto nivel para la regulación, supervisión y vigilancia de las actividades y mercados sobre cripto-activos”, así como de las cripto-monedas estables, o el publicado el 7 de septiembre, junto con el Fondo Monetario Internacional (FMI), titulado “Documento de Síntesis: Políticas para cripto-activos”.

La consulta de IOSCO de mayo de 2023 cubre las actividades de los proveedores de servicios de cripto-activos (CASPs, por sus siglas en inglés) como la oferta de un cripto-activo, admisión a negociación, la negociación, la liquidación de las transacciones, la supervisión de los mercados, la custodia y la comercialización y distribución a inversores minoristas. Además, la consulta solicita comentarios sobre recomendaciones relativas al intercambio de información entre los supervisores en este ámbito que, por naturaleza, no tiene fronteras. Para la elaboración de estas recomendaciones, IOSCO ha seguido el principio: “mismas actividades, mismo riesgo, mismos resultados de la regulación”. Además, para cada recomendación, IOSCO, añade por referencia, los principios de los Estándares de IOSCO, que constituyen la base de cualquier regulación de los mercados de valores y participantes que quieran ser reconocido por el FMI o por el Banco Mundial. Los principios mencionados son el soporte de cada recomendación y sirven de complemento para la implementación de las recomendaciones.

Adicionalmente, el 6 de septiembre de 2023 IOSCO ha publicado el *Documento de Consulta sobre Recomendaciones de política sobre Finanzas Descentralizadas*, orientado a abordar los efectos de estas actividades sobre la integridad de los mercados y la protección de los inversores.

La consulta pública de mayo de 2023 incluye 18 recomendaciones que cubren seis áreas relevantes de las actividades de un CASP en consonancia con los principios de IOSCO, tales como: 1) conflictos de interés debidos a la integración vertical de actividades y funciones; 2) manipulación del mercado, información privilegiada y fraude; 3) riesgo transnacional y cooperación supervisora; 4) custodia y protección de los activos de los clientes; 5) riesgos operacionales y tecnológicos y 6) acceso de los inversores minoristas, idoneidad y distribución. Teniendo en cuenta el distinto desarrollo de estos mercados en los miembros de IOSCO, el enfoque usado ha sido proponer unos principios que permitan ajustarse a la situación de cada miembro. Las 18 recomendaciones son subdivididas en nueve apartados que se exponen a continuación.

1. Recomendación general dirigida a todos los reguladores

En esta recomendación IOSCO solicita a todos sus miembros que apliquen o adopten estas recomendaciones de forma consistente y focalizada en los resultados. Hay que recordar que las recomendaciones de IOSCO son de aplicación voluntaria. IOSCO con estas recomendaciones promueve que exista un tratamiento igualitario entre los requisitos

exigidos a los actores de las finanzas tradicionales como a los actores de los mercados y actividades relacionadas

con los cripto-activos, incluidos los cripto-activos estables. Así, IOSCO sugiere que los reguladores analicen si su marco regulatorio es aplicable y adecuado a los cripto-activos, si estos son o están comportándose como sustitutos de productos financieros tradicionales y si los inversores han reemplazado inversiones tradicionales con actividades inversoras en cripto-activos. Los principios de IOSCO que sirven de base a esta recomendación son los principios números 1 a 7 relativos a los reguladores.

2. Recomendaciones sobre gobernanza y publicidad de conflictos de interés

Los CASPs se autodenominan con frecuencia mercados, pero ofrecen varios servicios bajo una misma matriz, que cubren desde los servicios propios de un mercado a los de compensación y custodia. IOSCO solicita a los reguladores que evalúen si es apropiado que, bajo un mismo “techo”, se ofrezcan una amalgama de servicios que al estar integrados verticalmente pueden dar lugar a varios conflictos de interés. Si el regulador no requiere la separación de los servicios antes mencionados, debería al menos exigir que existan diferentes entidades con consejos de administración y equipos separados. Estas sugerencias se agrupan bajo la recomendación número dos que está soportada por los principios de IOSCO números 8, 23, 31, 33 y 34 relativos a asegurar que los conflictos de interés y el desalineamiento de los incentivos sean evitados o al menos gestionados, a la protección de los intereses de los clientes de las empresas de servicios de inversión y a asegurar la integridad de los mercados.

La recomendación número tres versa sobre la publicidad del papel y capacidad de los CASPs, así como de la divulgación de los conflictos de interés y se basa en los principios de IOSCO números 31, 34, 35 y 37 sobre protección de los intereses de los clientes por las empresas de servicios de inversión y las funciones de los mercados de valores. IOSCO considera que los inversores deberían conocer los servicios que ofrece un CASP incluyendo la entidad legal que los ofrece, los tipos de servicios diferenciando, por ejemplo, si en la ejecución de órdenes de los clientes, el CASP actúa como contrapartida o como agente y si hubiera servicios de creación de mercado, en cuyo caso deberían establecer sistemas de protección frente al front running.

3. Recomendaciones sobre gestión de órdenes y publicidad de las transacciones

Aunque los CASP se denominen mercados, en ocasiones son puramente intermediarios y tendrían que actuar de una forma equitativa con cualquier orden de sus clientes por lo que deberían adoptar sistemas, políticas y procedimientos para ofrecerles un trato justo y publicitarlas, en la medida correspondiente, a los clientes actuales y futuros. Los clientes podrían no entender que su CASP es su contrapartida, negociando en contra de ellos y, por tanto, no actuando en su mejor interés. En este sentido, la recomendación número cuatro, sobre gestión de las órdenes de los clientes, exige evitar el front running y un trato equitativo a todos los clientes, publicitando sus procedimientos al efecto y registrando los mandatos de los clientes. Esta recomendación se basa en los principios de IOSCO números 29 y 31 sobre intermediarios, y más específicamente, los relativos a exigencias mínimas requeridas en la autorización y procedimientos internos.

Cuando un CASP actúe como mercado o como intermediario en nombre de sus clientes, IOSCO considera que se le debería requerir que provea de información pre y post negociación de manera similar a lo exigido en los mercados tradicionales y a sus miembros (recomendación número cinco). De esta manera, se promueve la transparencia, la formación de los precios y la competencia. Esta recomendación está soportada por los principios de IOSCO números 33 a 35 sobre mercados secundarios.

4. Recomendaciones relativas a la admisión a negociación de cripto-activos y conflictos de interés

Las recomendaciones números seis y siete se refieren al mercado primario, la oferta y la admisión a negociación de los cripto-activos. La capacidad de obtener información, tanto inicial como periódica, de los cripto-activos negociados, es decir, del instrumento y de su emisor, es de importancia fundamental para poder tomar decisiones informadas y conformar los precios de los activos, de manera similar a los activos financieros tradicionales (recomendación número seis).

Muchos cripto-activos están siendo colocados sin información adecuada del producto o de su emisor, aunque en algunas jurisdicciones ya existen regulaciones que promueven la publicidad de una mínima información del emisor y del producto, y cuentan con protecciones contra las declaraciones formales fraudulentas.

La información que promueve esta recomendación incluye, aunque no se limita a una descripción comprehensiva del cripto-activo, del emisor y de sus actividades mercantiles, sus estados financieros y del equipo directivo. El CASP debería publicar información histórica de precios y volúmenes, descripción operativa del cripto-activo e incidentes de manipulación o fallos en la seguridad informática, concentración de posiciones, lista de iniciados

(incluidos los periodos de no actuación en los mercados), protocolos de transferencia de cripto-activos, desdoblamientos obligatorios (hard forks) o distribuciones a los tenedores de nuevos cripto-activos.

Los CASP también deben contar con procedimientos para gestionar y mitigar conflictos de interés respecto a la emisión, admisión y negociación de cripto-activos, incluyendo la prohibición o inapropiada publicidad de la admisión y negociación de cripto-activos emitidos por el CASP (recomendación número siete). Con ello, se evitaría el incentivo a promover la negociación de cripto-activos cuando no son idóneos o no se procura el mejor interés del cliente. Estas recomendaciones se basan en los principios de IOSCO números 16 y 17 sobre emisores y 29, 31, 33 y 34 sobre intermediarios y mercados secundarios.

5. Recomendaciones sobre comportamientos abusivos

Los reguladores de los mercados tradicionales prohíben prácticas abusivas y fraudes en los mercados, tanto por diseminar información de forma ilegal o falsa, como por usar información privilegiada o manipular los mercados. Para combatir esas prácticas, los reguladores cuentan y exigen a los mercados tradicionales sistemas de detección de esas prácticas. Además, requieren de los emisores e intermediarios la gestión de información no pública que pueda dar lugar a manipulación o uso de información privilegiada. Estas obligaciones se trasladarían a los mercados de cripto-activos en las recomendaciones números ocho, nueve y diez de esta consulta pública, sobre fraude y abuso de mercado, supervisión del mercado y gestión de la información privilegiada no pública.

Estas recomendaciones también incluyen obligaciones sobre blanqueo de capitales según el Grupo de Acción Financiera (FATF por sus siglas en inglés) con, al menos, la exigencia de llevar a cabo *due diligences* de los clientes. Estas recomendaciones se basan en los principios de IOSCO números 31 a 36 sobre mercados secundarios.

6. Recomendación sobre cooperación internacional

IOSCO reconoce la naturaleza transnacional de la emisión y mercados de cripto-activos por lo que invita a los reguladores y otras autoridades relevantes a que intercambien información y cooperen entre ellas. Para ello, en la recomendación número 11 se sugiere que se establezcan acuerdos al respecto u otros mecanismos que permitan la cooperación con otras autoridades de terceras jurisdicciones. Estos mecanismos pueden ser acuerdos bilaterales o multilaterales, como el Acuerdo Multilateral de Supervisión de la región de Asia Pacifico de IOSCO sobre supervisión de actividades de finanzas tradicionales, colegios o *networks*. Esta recomendación se basa en los principios de IOSCO números 13 a 15 sobre cooperación.

7. Recomendaciones sobre la custodia del efectivo y activos de los clientes

En las recomendaciones números 12 a 14, IOSCO consulta sobre uno de los aspectos que más impacto ha tenido entre los clientes minoristas en las quiebras de plataformas significativas de cripto-activos.

La recomendación número 12 es una recomendación general sobre la custodia, en la que se recomienda a los reguladores aplicar los criterios de IOSCO sobre protección de los activos de los clientes cuando analicen la aplicación de marcos ya existentes o nuevos marcos que traten las problemáticas de aquellos CASPs que mantengan activos de sus clientes.

No se prescriben propuestas específicas o umbrales que impliquen automatismos sobre el mantenimiento de las claves privadas en *"hot wallet"*, billetera con conexión constante a internet, o en dispositivos físicos (*cold wallet*).

Los clientes deben entender cuáles son sus derechos sobre sus cripto-activos en caso de quiebra o insolvencia. Ahondando en esta última problemática, IOSCO consulta, en la recomendación número 13, si los CAPS deberían depositar los activos de los clientes en un fideicomiso (trust) o que al menos estén segregados de los activos propios del CASP.

Finalmente, IOSCO solicita parecer sobre la información concreta a publicar, en lenguaje no técnico, por el CASP sobre este aspecto, relativa a: 1. Cómo se mantienen los activos de los clientes y los acuerdos para salvaguardar estos activos y/o sus claves privadas. 2. El uso (si lo hubiere) de un custodio independiente, sub-custodio o tercera parte relacionada. 3. En qué medida los activos del cliente se agregan o agrupan dentro de cuentas ómnibus, los derechos de clientes individuales con respecto a las cuentas agregadas o agrupadas de activos y los riesgos de pérdida derivados de cualquier actividad de agrupación o agregación. 4. Los riesgos derivados del manejo o movimiento de los activos de los clientes por parte del CASP, ya sea directa o indirectamente, como a través de un *cross-chain bridge* (una aplicación descentralizada que permite la transferencia de activos entre *blockchains*) y 5.

Información completa y precisa sobre las obligaciones y responsabilidades de un CASP respecto al uso de los activos del cliente, así como las claves privadas, incluido el plazo para su restitución y sobre los posibles riesgos. Las recomendaciones números 15 y 16 abarcan un aspecto muy relevante relacionado con la segregación de activos de los clientes, como asegurar la tenencia de los activos por los clientes. Para ello, IOSCO recomienda que exista una reconciliación de activos periódica y estén sujetos a una verificación independiente, así como que los CASP adopten sistemas adecuados, políticas y procedimientos. Estas recomendaciones se soportan en los principios de IOSCO números 31, 32 y 38 sobre intermediarios, centrales depositarias de valores y cámaras de contrapartida central (estos últimos desarrollados por los principios CPMI-IOSCO).

8. Recomendación sobre los riesgos operacionales y tecnológicos

IOSCO considera que los CASP no solo se enfrentan a riesgos operacionales y tecnológicos similares a los soportados por las instituciones financieras tradicionales, sino que incorporan nuevos y muy especiales riesgos derivados del uso de DLT (*distributed ledger technologies*) en la emisión, negociación, provisión de servicios como contratos de ejecución automática (*smart contracts*), desdoblamientos (*forks*) y transferencias entre *blockchains*. Para afrontar esos riesgos, IOSCO consulta si los reguladores deben requerir a los CASP que cumplan con los requerimientos establecidos por IOSCO sobre riesgos operacionales o tecnológicos y su resiliencia, así como que publiquen de forma concisa y en lenguaje no técnico, todos los elementos que pueden generar un riesgo operativo o tecnológico serio y el marco para su mitigación (personas, procesos y sistemas). Esta recomendación, número 17, está soportada por los principios de IOSCO números 31, 32, 33, 34 y 38 sobre intermediarios, mercados e infraestructuras.

9. Recomendación sobre distribución entre inversores minoristas

Mientras los mercados financieros tradicionales cuentan con una alta participación de inversores institucionales, los mercados sobre cripto-activos tienen una gran participación de inversores minoristas. IOSCO indica que se observa que muchos CASPs que ofrecen servicios a minoristas operan sin adecuarse a las leyes aplicables, incluso en jurisdicciones donde ya existen importantes sistemas de protección a los mismos. La naturaleza transfronteriza de las actividades sobre cripto-activos y el acceso directo de los minoristas a estos mercados añade significativos riesgos de venta inapropiada y una gran exposición a los fraudes en cripto-activos. El carácter transnacional dificulta la resolución de reclamaciones de los minoristas. Para afrontar los problemas anteriores, en la recomendación número 18 IOSCO solicita que los CASPs operen de una forma consistente con los estándares de IOSCO relativos a las relaciones con los inversores minoristas y que cuenten con sistemas, políticas, procedimientos y comunicación adecuados tanto en el alta de nuevos clientes como periódicamente. En el proceso de alta, si el CASP detecta que un posible cliente no tiene suficientes conocimientos, no debería permitirle negociar en cripto-activos. En ese sentido, los procedimientos del CASP deberían valorar la idoneidad y conveniencia de sus servicios y productos ofrecidos a los minoristas.

Como complemento de lo anterior, en septiembre de 2023 IOSCO ha publicado para consulta el documento sobre *Recomendaciones de Política para Finanzas Descentralizadas*.

En su hoja de ruta sobre criptoactivos 2022-23, IOSCO se comprometió a publicar recomendaciones y orientaciones sobre cripto-activos y activos digitales y finanzas descentralizadas para finales de 2023.

DeFi se refiere comúnmente a productos financieros, servicios, acuerdos y actividades que utilizan tecnologías de registro distribuido o *blockchain*, incluidos los códigos autoejecutables denominados «contratos inteligentes». DeFi pretende des-intermediar y descentralizar los ecosistemas financieros eliminando la necesidad de algunos intermediarios financieros tradicionales e instituciones centralizadas y permitiendo ciertas actividades de inversión directa.

El documento de IOSCO a consulta sobre DeFi incluye nueve recomendaciones, sobre las que se solicitan comentarios, basadas en principios y centradas en resultados, que tienen por objeto productos, servicios, acuerdos y actividades de DeFi mediante la aplicación de los principios de regulación de IOSCO. A continuación, se enuncian las recomendaciones con una breve explicación:

1. Recomendación 1 - Analizar los productos, servicios, acuerdos y actividades de DeFi para evaluar las respuestas regulatorias

IOSCO indica que el regulador debería analizar y comprender los productos, servicios, acuerdos y actividades de DeFi, definiendo tipologías de productos asimilables, que contengan características similares, identificando la realidad económica de la relación/acuerdo entre los consumidores/inversores y el creador de mercado o proveedor

DeFi, que tengan lugar o estén ubicados dentro de su jurisdicción. Todo ello con el fin de aplicar su régimen jurídico existente o, si dispone de ello, un nuevo marco regulatorio, según proceda, de conformidad con el principio de «misma actividad, mismo riesgo, mismos resultados de la regulación». El regulador debería evaluar qué conocimientos tecnológicos, datos y herramientas necesita para comprender y analizar cada uno de los productos, servicios, acuerdos y actividades de DeFi con el fin de fundamentar el enfoque regulatorio.

2. Recomendación 2 - Identificar a las Personas Responsables

En el documento a consulta se pone especialmente énfasis en que el regulador debería tratar de identificar a las personas físicas y entidades de un supuesto acuerdo o actividad de DeFi que podrían estar sujetas a su marco regulatorio. IOSCO indica que se consideran personas responsables aquellas que ejercen control o influencia suficiente sobre un acuerdo o actividad de DeFi.

3. Recomendación 3 - Lograr estándares comunes de resultados de la regulación

El regulador debería utilizar el marco regulatorio existente o los nuevos marcos regulatorios para regular, supervisar, vigilar y abordar los riesgos derivados de los productos, servicios, acuerdos y actividades DeFi de manera coherente con los principios de IOSCO, con el objetivo de proteger al inversor y la integridad del mercado, utilizando herramientas regulatorias asimilables a las que se requieren en los mercados financieros tradicionales.

4. Recomendación 4 - Exigir la identificación y el tratamiento de los conflictos de intereses

El regulador debería tratar de exigir a los proveedores de productos y servicios de DeFi y a las personas responsables que identifiquen y aborden los conflictos de intereses, en particular los derivados de las diferentes funciones y capacidades de un proveedor concreto y/o sus filiales, así como de los productos y servicios ofrecidos por ellos. Estos conflictos deberían identificarse, gestionarse y mitigarse eficazmente. Asimismo, el regulador debería considerar si ciertos conflictos son lo suficientemente graves como para que no puedan mitigarse eficazmente, incluso a través de sistemas y controles de divulgación o mediante la prohibición de determinadas prácticas. Esto puede suponer que sea necesario exigir medidas más robustas, como la desagregación o descentralización jurídica, así como el registro y la regulación por separado de determinadas actividades y funciones.

5. Recomendación 5 - Exigir la identificación y el tratamiento de los riesgos materiales, incluidos los riesgos operativos y tecnológicos

Al aplicar el marco regulatorio existente o los nuevos marcos regulatorios, se debería exigir a los proveedores de productos y servicios de DeFi y a las personas responsables, según proceda, que identifiquen y aborden los riesgos materiales, incluidos los riesgos operativos y tecnológicos. Estos riesgos deberían identificarse, gestionarse y mitigarse eficazmente y, en caso de que esto no fuera posible, se podrían requerir otras medidas más robustas.

6. Recomendación 6 - Exigir información clara, precisa y completa

En cuanto a la información a los inversores, IOSCO apunta que, tanto en la aplicación de las regulaciones existentes como en los nuevos marcos regulatorios sobre DeFi, se debería exigir a los proveedores de productos y servicios DeFi y a otras personas responsables, según proceda, que proporcionen a los usuarios e inversores información completa y clara sobre los productos y servicios ofrecidos, con el fin de promover la protección de los inversores y la integridad del mercado.

7. Recomendación 7 - Hacer cumplir la legislación aplicable

El regulador debería aplicar amplios poderes de autorización, inspección, investigación, vigilancia y ejecución, coherentes con su mandato, a los productos, servicios, acuerdos y actividades de DeFi sujetos a regulación (ya sea por aplicación de marcos regulatorios existentes u otros nuevos), incluidas medidas para detectar, disuadir, hacer cumplir, sancionar, reparar y corregir las infracciones de la regulación aplicable. Asimismo, el regulador debería evaluar qué conocimientos técnicos, datos y herramientas son necesarios para hacer cumplir la regulación.

8. Recomendación 8 - Promover la cooperación transfronteriza y el intercambio de información

Teniendo en cuenta la naturaleza transfronteriza de los productos, servicios, acuerdos y actividades de DeFi, el regulador debería tener la capacidad de cooperar y compartir información con reguladores y autoridades de otras jurisdicciones. Esto incluye contar con acuerdos de cooperación e intercambio de información y/u otros

mecanismos de colaboración, asimilables a los utilizados en los mercados financieros tradicionales, que permitan facilitar asistencia, tanto en procesos de autorización o supervisión de personas o entidades reguladas, así como en investigaciones.

9. Recomendación 9 - Comprender y evaluar las interconexiones entre el mercado de DeFi, el mercado global de cripto-activos y los mercados financieros tradicionales

Al analizar los productos, servicios, acuerdos y actividades de DeFi, el regulador debería analizar las interconexiones entre los acuerdos de DeFi, el mercado de cripto-activos y los mercados financieros tradicionales. En dicho análisis se debería considerar cómo esas interconexiones afectan a los riesgos para la protección de los inversores y la integridad del mercado e identificar posibles conexiones con el marco regulatorio, incluidas las personas responsables. Para ello, se apunta que debería desarrollar y emplear métodos adecuados para supervisar y evaluar los productos, servicios, acuerdos y actividades de DeFi.

Enlaces de interés:

Consulta pública: [CR01/2023 Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets \(iosco.org\)](https://www.iosco.org/publications/consultations/Pages/CR01-2023-Policy-Recommendations-for-Crypto-and-Digital-Asset-Markets.aspx)

Consulta pública: [CR04/2023 Policy Recommendations for Decentralized Finance \(DeFi\) \(iosco.org\)](https://www.iosco.org/publications/consultations/Pages/CR04-2023-Policy-Recommendations-for-Decentralized-Finance-(DeFi).aspx)

Principios IOSCO: [IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation](https://www.iosco.org/publications/principles/Pages/IOSCO-Objectives-and-Principles-of-Securities-Regulation.aspx)

Informe FSB: [FSB Global Regulatory Framework for Crypto-Asset Activities](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/2021/07/FSB-Global-Regulatory-Framework-for-Crypto-Asset-Activities.pdf)

Informe FSB: [High-level Recommendations for the Regulation, Supervision and Oversight of Crypto-Asset Activities and Markets: Final report \(fsb.org\)](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/2021/07/High-level-Recommendations-for-the-Regulation-Supervision-and-Oversight-of-Crypto-Asset-Activities-and-Markets-Final-report.pdf)

Informe FSB: [IMF-FSB Synthesis Paper: Policies for Crypto-Assets](https://www.imf.org/en/Publications/Working-Papers/2021/01/01/IMF-FSB-Synthesis-Paper-Policies-for-Crypto-Assets)