

Valores Negociables y Tokens

Marcelo A. Camerini ¹

Palabras Claves: *Criptomonedas - Tokenización - Mercado De Capitales – Regulaciones - Comisión Nacional De Valores* **Sumario:**

Las criptomonedas o monedas virtuales tienen aplicaciones que exceden de lo que sería estrictamente un medio de pago (vg. las monedas fiduciarias)

Por otra parte, en la “tokenización” el interés del regulador es la protección del inversor, lo cual es razonable y correcto, aunque existen dificultades propias de encajar estas actividades en la regulación actual del mercado de valores.

En el Derecho comparado existen normas imperativas que superan las dificultades mencionadas y actualmente en la Comisión Nacional de Valores se encuentran a estudio mecanismos encaminados a superarlas. -

Valores Negociables y Tokens.

Introducción:

En materia de criptomonedas y actividades de emisión de activos asimilados a éstas (“*Initial Coin Offerings*” o “*ICOs*”), la posición de muchos reguladores en el mundo, es que tanto las criptomonedas como los llamados “*tokens*” que se emiten al lanzar una ICO (“Oferta Inicial de Monedas” -*Initial Coin Offering*-), encajan en el concepto de valor negociable que cada ley del mercado de capitales tiene y por tanto a las exigencias de la misma, en especial la elaboración de un documento de emisión o un folleto informativo, el mantenimiento de un registro contable, y la asunción de determinadas responsabilidades.

Esto sería aplicable ya no sólo a los “*tokens*” que atribuyan algún derecho o expectativa de beneficio asociado a un negocio (lo que se suele llamar “*security tokens*”), sino también a aquellos otros que facilitan el acceso a un servicio o la compra de productos (“*utility tokens*”), siempre que exista esa expectativa de revalorización del valor.

Obviamente el interés del regulador es la protección del inversor, lo cual es razonable y correcto, aunque las dificultades de encajar estas actividades en la regulación actual de mercado de valores.

Análisis crítico:

Desde nuestro punto de vista, creo que estamos ante tres figuras diferenciadas que no pueden tener el mismo tratamiento.

En primer lugar, las criptomonedas o monedas virtuales tienen aplicaciones que exceden de lo que sería estrictamente un medio de pago (vg. las monedas fiduciarias), su definición se concreta sólo en ese uso principal (“*representación digital de valor no emitida ni garantizada por un banco central ni por una autoridad pública, no necesariamente asociada a una moneda establecida legalmente, que no posee el estatuto jurídico de moneda o dinero, pero aceptada por personas físicas o jurídicas como medio de cambio y que puede transferirse, almacenarse y negociarse por medios electrónicos*”).

Al respecto, la Unión Europea las asimila a medios u órdenes de pago y no como valores.

Por otro lado, en cuanto a los “*utility tokens*”, tienen que tener otra consideración en la medida en que facilitan el acceso a un servicio o la compra de un producto, esto es permiten directamente ejercitar la prestación o reclamar la entrega del objeto frente al vendedor. Entrarían más bien en el concepto de aquellos valores monetarios de dinero electrónico, por tanto los susceptibles de ser usados para la compra de bienes y servicios únicamente del emisor o de una red cerrada (como las tarjetas regalo o los vales canjeables).

Lo que resulta más complejo son aquellos “*tokens*” cuya función principal es atribuir un derecho o una expectativa de rentabilidad en función de diversas circunstancias ajenas a las partes (“*security tokens*”), en tanto realmente son un vehículo de inversión.

Aquí deberíamos concretar qué derechos van asociados al “token”, porque por ejemplo si éste lo que refleja o representa es la existencia de un préstamo o crédito, por mucho que se pudiera negociar o transmitir el “token”, sería absurdo pretender que pudiera tener la consideración de valor negociable.

Por tanto, este concepto debería referirse exclusivamente a operaciones de canalización del ahorro que supongan el derecho a obtener una rentabilidad que resulte de parámetros determinados pero independientes de la voluntad de las partes.

Concepto de valor negociable:

Nuestra Ley del Mercado de Capitales (Nº 26.831 y su ref, por la Nº 27.440) regula los sistemas de negociación, liquidación y registro de instrumentos financieros que se ofrecen por oferta publica.

Dentro de los instrumentos financieros, la Comisión Nacional de Valores incluirá a los “*tokens*” en la categoría de valores negociables. Por lo cual, entrarían en el ámbito de aplicación de la norma, pero aquí se trata de determinar si los “*tokens*” (al menos los “*security tokens*”), como tales serían un valor negociable.

Los valores negociables, no es son un *numerus clausus*, (art. 1820 del Cod. Civ. y Com. de la Nación) a fin de poder dar cabida a otras figuras análogas. No obstante, que sea un concepto amplio y con la característica esencial de que puedan ser negociados de forma abierta a través de un mercado *ip* (por tanto, sin acuerdo concreto entre comprador y vendedor), no quiere decir que no tenga que cumplir ciertos requisitos.

Es cierto que las criptomonedas y “*tokens*” pueden tener algunas características de los valores negociables, como su contenido patrimonial por ejemplo, e incluso se podría entender que existe, en su creación y puesta en circulación, una emisión en masa, que es lo que sería una ICO, como si de acciones, por ejemplo, se tratara. Una ICO implica que se lanzan al mercado activos de la misma naturaleza, precio y características, en un mismo acto o de forma fraccionada, pero con homogeneidad, así que indudablemente hay semejanzas.

Y hasta podemos admitir que existe un mercado generalizado e impersonal donde se colocan y transmiten los “*tokens*”. Pero el análisis de los “*tokens*” con arreglo a esta normativa tampoco permite encajarlo fácilmente.

Los valores negociables se representan por medio de títulos o bien mediante anotaciones en cuenta. La “*blockchain*”, por mucho que se fuerce, no tiene la consideración de un sistema de anotaciones en cuenta precisamente porque no hay una entidad que se encargue de su registro. Quizá algún tipo de “*blockchain*” cerrada podría asimilarse a un registro, pero en general la descentralización

es su característica esencial. Con todo, indudablemente se podría incorporar tecnología “*blockchain*” a este sistema, pero esa es otra cuestión.

Descartado lo anterior, el “*token*” sería un título, y como tal debería incorporar el derecho, lo que no entendemos ocurra como seguidamente indicamos, pero ello nos lleva a que no se podría admitir su negociación en sistemas multilaterales, que exige representación mediante anotaciones en cuenta.

Requisitos de los valores negociables:

De cualquier modo, los valores negociables son una modalidad de títulos valores, por lo que de entrada y para incluirse en esta categoría, los “*tokens*” deberían satisfacer las características de estos últimos, que básicamente son la incorporación de un derecho autónomo y literal. Como efecto de lo anterior, la tenencia del “*token*” debería legitimar por sí misma para el ejercicio del derecho frente al emisor, sin necesidad de otro soporte documental.

Esto afecta la forma en la que se transmitiría el “*token*” y lo que representa. Si es un valor mobiliario, al transmitir el “*token*” se transmitirán también los derechos asociados al mismo, lo cual no veo sea así. Si pensamos en criptomonedas, no entiendo incorporen derecho alguno, esto es, no permiten reivindicar nada frente al emisor, pues son únicamente un medio de pago (o cambio). Pero es que en la medida en que impliquen, o bien el acceso a un servicio o producto, o rentabilidad asociada al buen fin de un proyecto o empresa, lo que en la práctica permitirá ejercitar los correspondientes derechos no será simplemente la tenencia del “*token*”, sino el documento contractual que reconoce todo lo anterior.

Que el reconocimiento de los derechos provenga del contrato y no del propio “*token*”, lo que supone es que en realidad el “*token*” no incorpora derecho alguno sino que lo representa, es una forma de identificarlo, porque no tiene sentido sin lo anterior. Por tanto, el derecho se transmite realmente por las reglas de la cesión de créditos, lo que supone que el último propietario, para que se le reconozca el derecho debe, además de tener el “*token*”, acreditar todas las transmisiones anteriores hasta llegar a él (de hecho esa es la función principal de la cadena de bloques) y hacer valer el contrato que le reconoce las facultades correspondientes. Es decir, las notas de autonomía y literalidad desaparecen.

Nos encontramos con situaciones difíciles de resolver con la normativa actual. Ahora bien, se puede defender un concepto amplio de valor negociable, centrándonos en lo más básico, como sería aquél que incorpora un derecho a percibir una rentabilidad con base en parámetros que no dependen de las partes (como característica principal), que exista una emisión homogénea y que ésta responda a una necesidad de obtención de financiación, y que se negocie de forma impersonal en un mercado organizado.

Podemos prescindir del resto de cuestiones anteriores que chocan con los conceptos tradicionales de valor negociable o de valor mobiliario, y además es que entiendo así debería ser, pues como decía antes la finalidad de esta normativa es proteger al inversor. Ciertamente el “*token*” no incorpora el derecho en primera instancia, pero ello es salvable mediante un documento de emisión o un folleto informativo.

Ahora bien, a nuestro juicio únicamente podrían tener cabida en lo anterior los “*security tokens*” y en tanto cumplieran los mínimos anteriores, que no se dan en los “*utility tokens*” ni en las criptomonedas, y ello independientemente de que de forma paralela exista un mercado de compraventa de los mismos en el que se pueda obtener una rentabilidad.

Conclusión:

De cualquier modo, ello exige revisar los conceptos tradicionales de la normativa de mercado de valores, e introducir expresamente estas categorías dentro de la misma. En eso trabajo hoy la Comisión Nacional de Valores.