



## Marco para el análisis de activos digitales como “Contrato de inversión”.

(Documento de Trabajo, 21 de octubre de 2019 )(versión resumida)

**Julio Tallone Maffia \***

**(\*) LL.M. Columbia University School of Law (concentración: *Corporate Finance and Securities Law*, becario Fulbright) y abogado (con honores) Universidad Nacional de Córdoba.**

El 25 de julio de 2017, la *Securities and Exchange Commission* de los Estados Unidos (SEC) emitió un informe de investigación (el "Informe DAO")<sup>1</sup> afirmando que los activos digitales emitidos en el contexto de una oferta inicial de monedas (ICO), usando tecnología blockchain, pueden ser valores negociables y, por lo tanto, estar sujetos a la jurisdicción de tal entidad.

Aunque la mayoría de las ICO se llevan a cabo utilizando la tecnología blockchain, hay otros activos digitales que no utilizan tal tecnología.<sup>2</sup>

El marco legal aplicable a las ICO basadas en la tecnología blockchain también debería ser aplicable para esas otras ICO (no basadas en la tecnología blockchain).

De acuerdo con el Informe DAO, un activo digital se consideraría un valor negociable si se tratara de un contrato de inversión según la prueba de *Howey*<sup>3</sup>.

La prueba de *Howey* es una prueba creada por la Corte Suprema de los Estados Unidos para determinar si ciertas operaciones califican como "contratos de inversión".

Si es así, esas operaciones se consideran operaciones con valores negociables y, por lo tanto,

---

<sup>1</sup> <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>

<sup>2</sup> Beverage Giant Pepsi Launches PepCoin – Not Based on Crypto, Bitcoin or Blockchain Technology, from the THE DAILY HOLD (News and Insight for the Digital Economy).

<https://dailyhodl.com/2019/10/17/beverage-giant-pepsi-launches-pepcoin-not-based-on-crypto-bitcoin-or-blockchain-technology/>

<sup>3</sup> SEC v. Edwards, 540 U.S. 389, 393 (2004); SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293, 301 (1946)

están sujetas a ciertos requisitos de información y registro.

Una operación cumple con la prueba de Howey si “*es una inversión de dinero en una empresa común con una expectativa razonable de ganancias que se derivará de los esfuerzos empresariales o gerenciales de otros*”

El mismo día que la SEC publicó el Informe DAO, publicó también un boletín para inversionistas que detalla su posición sobre las ICO, siguiendo el criterio establecido en el Informe DAO.<sup>4</sup>

Debe destacarse que una vez que un activo digital se considera un valor negociable, solo se puede ofrecer después de un registro adecuado con la SEC o bajo una de las excepciones disponibles (para el registro) como Regulación S (colocaciones fuera de los EE. UU.), Regulación D (colocaciones privadas), pequeña ofertas, ofertas dentro de un estado y, más recientemente, Regulación A (con la Reglamentación de *Crowdfunding* (en 2015), de conformidad con la *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act*).

**Y el problema real es que, en cualquier caso (con o sin registración), si el activo digital es un valor negociable, el emisor y otros participantes deben cumplir con un conjunto regulaciones y requisitos (originalmente establecidos para regular valores negociables tradicionales), que incrementan su complejidad y su incertidumbre cuando son aplicados a los activos digitales.**

Tras el Informe DAO, muchos países latinoamericanos emitieron comunicados de prensa con advertencias a los inversores sobre los riesgos de las ICO y los activos digitales en general.

En ese sentido, *Comissão de Valores Mobiliários* de Brasil emitió el 11 de octubre de 2017<sup>5</sup> y la Comisión Nacional de Valores de Argentina en diciembre de 2017<sup>6</sup>, comunicados de prensa, en línea con el Informe DAO.

Tales comunicados de prensa destacan, entre otros, los siguientes riesgos:

- Los ICO no están regulados (los ICO pueden considerarse como una oferta pública no autorizada de valores negociables)
- Volatilidad y falta de liquidez.
- Posibles fraudes.
- Falta de información adecuada.

Aunque diferentes jurisdicciones trabajan en la regulación de las ICO y algunas ya lo han hecho<sup>7</sup>, el problema de la posición de los Estados Unidos sigue siendo central, ya que es uno de los mercados de capitales más importantes por su tamaño y sofisticación.

---

<sup>4</sup> [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib\\_coinofferings](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings)

<sup>5</sup> [www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171011-1.html](http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171011-1.html)

<sup>6</sup> <https://www.iosco.org/library/ico-statements/Argentina%20-%20CNV%20-%20Oferta%20Inicial%20de%20Monedas%20Virtuales%20o%20Tokens.pdf>

<sup>7</sup> <https://www.loc.gov/law/help/cryptocurrency/world-survey.php>

Más importante aún, la SEC y otras agencias de cumplimiento normativo de los Estados Unidos reclaman jurisdicción extraterritorial y puede intervenir en una ICO, incluso si se lleva a cabo legalmente en otro país, si afecta las regulaciones de los Estados Unidos (por ejemplo, si los activos digitales son adquiridos por inversionistas de los Estados Unidos o se utilizan en el comercio interestatal, que incluye el intercambio o comercio de valores negociables ... entre cualquier país extranjero y cualquier Estado... (de los Estados Unidos)).<sup>8</sup>

En tal sentido, desde el Reporte DAO hasta junio de 2019, la SEC ha llevado a cabo más de veinte acciones de ejecución normativa con respecto a activos digitales, algunas de los cuales fueron emitidos o negociados fuera de los Estados Unidos.<sup>9</sup>

El Informe DAO, acoplado a dichas acciones de ejecución normativa, arrojó una sombra de falta de seguridad jurídica para las ICOs inminentes y las ya efectuadas.

Los profesionales del derecho y toda la industria vinculada a los activos digitales estaban pidiendo regulaciones específicas.

En respuesta a tales reclamos el 3 de abril de 2019, la SEC emitió una declaración en la que describe su nuevo " *Marco para el análisis de activos digitales como "Contrato de inversión"*,<sup>10</sup> (el "Marco"), un producto de su Centro Estratégico de Innovación y Tecnología Financiera (FinHub).

Dicho marco contiene las opiniones del FinHub. No es una regla, regulación o declaración de la SEC, y la SEC no ha aprobado ni desaprobado su contenido.

Sin embargo, en la misma fecha, la SEC emitió una carta de "no acción" a TurnKey Jet, Inc., acordando que los activos digitales (tokens) utilizados por la startup de viajes de negocios no eran valores.<sup>11</sup>

Una carta de "no acción" es una carta escrita por los funcionarios de la SEC, solicitada por una entidad sujeta a regulación por esa agencia, indicando que los funcionarios no recomendarán que la agencia tome acciones legales contra la entidad, si la entidad se involucra en un curso de acción propuesto por la entidad a través de su solicitud de una carta de "no acción".

Las condiciones y la fundamentos de la carta de "no acción" dirigida a TurnKey Jet, Inc., son consistentes con el Marco.

Al respecto cabe indicar que el principal problema que aborda el Marco es qué factores, según

---

<sup>8</sup> "Foreign Initial Coin Offering Issuers Beware: The Securities and Exchange Commission is Watching", Julianna Debler, 51 CORNELL INT'L L.J. 245 (2018).

<https://www.lawschool.cornell.edu/research/ILJ/upload/Debler-note-final.pdf>

<sup>9</sup> <https://www.sec.gov/spotlight/cybersecurity-enforcement-actions>

<sup>10</sup> <https://www.sec.gov/files/dlt-framework.pdf>

<sup>11</sup> <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2019/turnkey-jet-040219-2a1.htm>

la prueba de *Howey*, aumentarán o disminuirán las posibilidades de que un activo digital se considere un contrato de inversión, es decir, un valor negociable sujeto a la jurisdicción de la SEC.

Cuando un activo digital en particular en el momento de su oferta o venta satisface la prueba de *Howey* depende de los hechos y circunstancias específicos.

El Marco aborda cada uno de los elementos de la prueba de *Howey*, es decir:

#### **A) La inversión de dinero**

.

#### **B) Empresa Común**

#### **C) Expectativa razonable de las ganancias derivadas de los esfuerzos de otros**

Es decir, el Marco trata, concreta y detalladamente, cuando se presentan cada uno de tales elementos en el caso concreto de las ICOs.

**Pero aparte de dicho análisis, referido a cuando hay un contrato de inversión y/o valor negociable, en lo que puede considerarse, es su contribución más importante, el Marco se refiere a qué características pueden distanciar, un activo digital dado, del concepto de valor negociable.**

En ese sentido, el Marco establece que aunque ninguna de las siguientes características de uso o consumo es necesariamente determinante, cuanto más fuerte sea su presencia, **menos probable** es que se cumpla la prueba de *Howey*:

- La red de contabilidad distribuida y el activo digital están completamente desarrollados y operativos.
- Los titulares del activo digital pueden utilizarlo de inmediato para su funcionalidad en la red, especialmente cuando existen incentivos incorporados para fomentar dicho uso.
- La creación y estructura de los activos digitales está diseñada e implementada para satisfacer las necesidades de sus usuarios, en lugar de alimentar la especulación sobre su valor o el desarrollo de su red. Por ejemplo, el activo digital solo se puede usar en la red y, por lo general, se puede mantener o transferir solo en cantidades que correspondan al uso esperado del comprador.
- Las perspectivas de apreciación en el valor del activo digital son limitadas. Por ejemplo, el diseño del activo digital establece que su valor se mantendrá constante o incluso se degradará con el tiempo y, por lo tanto, no se esperaría que un comprador razonable retenga el activo digital durante períodos prolongados como una inversión.
- Con respecto a un activo digital conocido como una moneda virtual, se puede usar de inmediato para realizar pagos en una amplia variedad de contextos, o puede actuar como

un sustituto de una moneda real (o fiat).

o Esto significa que es posible pagar bienes o servicios con el activo digital sin tener que convertirlo primero en otro activo digital o moneda real.

o Si se caracteriza como una moneda virtual, el activo digital en realidad funciona como un almacén de valor que se puede guardar, recuperar e intercambiar por algo de valor en un momento posterior.

- Con respecto a un activo digital que representa derechos sobre un bien o servicio, en la actualidad se puede canjear dentro de una red o plataforma desarrollada para adquirir o utilizar de otra manera esos bienes o servicios.

Los factores relevantes pueden incluir:

o Existe una correlación entre el precio de compra del activo digital y el precio de mercado del bien o servicio en particular por el cual se puede canjear o canjear.

o El activo digital está disponible en incrementos que se correlacionan con un intento de consumo frente a un propósito de inversión o especulativo.

o La intención de consumir el activo digital también puede ser más evidente si el bien o servicio subyacente al activo digital solo puede adquirirse, o adquirirse de manera más eficiente, mediante el uso del activo digital en la red.

- Cualquier beneficio económico que se pueda derivar de la apreciación en el valor del activo digital es incidental para obtener el derecho de usarlo para su funcionalidad prevista.
- El activo digital se comercializa de una manera que enfatiza la funcionalidad del activo digital, y no el potencial para el aumento en el valor de mercado del activo digital.
- Los compradores potenciales tienen la capacidad de usar la red y usar (o han usado) el activo digital para su funcionalidad prevista.
- Las restricciones sobre la transferibilidad del activo digital son consistentes con el uso del activo y no facilitan un mercado especulativo.
- Si el AP facilita la creación de un mercado secundario, las transferencias del activo digital solo pueden ser realizadas por y entre los usuarios de la plataforma.

Norma adicional

Además, el Marco indica, por contrario sensu, que un criterio adicional sería que el activo digital no se ofrezca o se venda a los compradores con un descuento sobre el valor de los bienes o servicios.

El 25 de julio de 2019, la SEC emitió una segunda carta de "no acción" relacionada con las ICO a Pocketful of Quarters<sup>12</sup>

Es destacable que en esta segunda carta de "no acción", la SEC aborda y admite los roles de los Desarrolladores e Influyentes.

### **Conclusión**

El Marco (y las dos cartas de "no acción") establecen los estándares largamente esperados.

Aunque no sustituye a la legislación, representa una mejora inmensa de la ambigüedad de este campo y, lo que es más importante, la posibilidad de tener la certeza de llevar a cabo ICOs, que cumplen con leyes de valores negociables de los Estados Unidos.

Los países que solo emitieron advertencias y explicaron los riesgos asociados a las ICO deberían seguir su ejemplo.

[Versión completa en Inglés](#)

---

<sup>12</sup> <https://www.sec.gov/corpfin/pocketful-quarters-inc-072519-2a1>