



Facultad de Derecho
Universidad de Buenos Aires



International Economic Law Clinic

Regulación Internacional de los Security Token Offerings

Análisis Comparado del Marco Jurídico de Países con Mayor
Influencia Económica en materia de Activos Digitales

20 de noviembre de 2023, Buenos Aires

Elaborado por:

Vanina Luciana Domizzi

Gastón Ignacio Vionnet Pérez

Stefania Vujovich

Camila Belén González Lima

Para: Comisión Nacional de Valores de la República Argentina

Av. 25 de mayo 175, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.

Todos los proyectos preparados y publicados por las clínicas y prácticas de TradeLab se llevan a cabo de forma gratuita por los estudiantes solo con fines de investigación. Los proyectos son ejercicios pedagógicos para capacitar a los estudiantes en la práctica del derecho internacional económico y de inversiones, y no reflejan las opiniones de TradeLab y / o las instituciones académicas afiliadas a TradeLab. Los proyectos de ninguna manera constituyen asesoramiento legal y, de ninguna manera, crean una relación abogado-cliente. El proyecto no puede, de ninguna manera y en ningún momento, vincular o conducir a ninguna forma de responsabilidad para los participantes de la clínica, las instituciones académicas participantes o TradeLab.

TradeLab

Las normas internacionales sobre comercio transfronterizo e inversiones son cada vez más complejas. Existen la OMC, el Banco Mundial y la UNCTAD (por sus siglas en inglés), y además cientos de acuerdos bilaterales de inversión (ABIs), tratados de libre comercio y otros regímenes preferenciales que abarcan desde los Sistemas Generalizados de Preferencias, los Acuerdos de Asociación Económica de la UE, el Mercado Común de África Oriental y Austral, hasta la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático, el Acuerdo de Cartagena que establece la Comunidad Andina de Naciones, el Tratado de Libre Comercio entre Estados Unidos, Centroamérica y República Dominicana, y el Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica. Cada uno tiene su propia lógica y efectos en el comercio internacional. Todos los operadores económicos se ven afectados por tales normas, pero pocos tienen el tiempo y los recursos para analizarlas detalladamente. TradeLab pretende empoderar a los países e interesados más modestos para que aprovechen la totalidad de los beneficios del desarrollo del comercio global y las normas sobre inversión. A través de clínicas jurídicas *pro-bono* y prácticas, TradeLab conecta estudiantes y profesionales experimentados del ámbito jurídico con funcionarios públicos, especialmente en países en desarrollo, con pequeñas y medianas empresas y con la sociedad civil, para fomentar una formación jurídica más sólida. A través del “aprendizaje mediante la práctica”, tratamos de capacitar y promover a la próxima generación de abogados en comercio e inversiones internacionales. Al brindar información y apoyo sobre negociaciones, cumplimiento y litigios, trabajamos para hacer que la OMC, los tratados de comercio preferencial y los acuerdos bilaterales de inversión funcionen para todos.

Para más información: <https://www.tradelab.org>

¿Qué son las prácticas jurídicas?

Las prácticas jurídicas están compuestas por pequeños grupos de estudiantes altamente cualificados y cuidadosamente seleccionados. Algunos profesores de las facultades y otros profesionales con amplia experiencia en la materia hacen las veces de supervisores académicos y mentores para las prácticas y supervisan cuidadosamente el trabajo. Las prácticas benefician a todos los involucrados: los beneficiarios reciben trabajo experto gratuitamente y se capacitan; los estudiantes aprenden haciendo, obtienen créditos académicos y expanden su red de contactos; los profesores de las facultades y los mentores expertos comparten su conocimiento en asuntos de vanguardia y pueden atraer o contratar estudiantes destacados con habilidades demostradas. Los proyectos de las prácticas jurídicas son seleccionados tomando en cuenta la necesidad, la disponibilidad de recursos y la relevancia práctica. Entre dos y cuatro estudiantes se asignan a cada proyecto. Los estudiantes se unen con mentores expertos de firmas de abogados y otras organizaciones y son cuidadosamente capacitados supervisados por supervisores y monitores académicos. Los estudiantes se benefician con sesiones de habilidades y sesiones con expertos, producen información jurídica detallada y trabajan en varios borradores que se comparten con sus supervisores y mentores, así como los beneficiarios para recibir comentarios y retroalimentaciones. Las prácticas culminan con un memorando jurídico, un borrador legislativo o un texto de tratado u otro resultado ajustado a la necesidad del proyecto, cuidadosamente elaborado. Las prácticas se entregan en un plazo de entre tres y cuatro meses. El trabajo y el resultado pueden ser públicos o completamente confidenciales, por ejemplo, cuando se preparan propuestas legislativas o de tratados o documentos sobre controversias en curso.

TABLA DE CONTENIDOS

TABLA DE DEFINICIONES.....	iii
I. Introducción.....	1
II. Nociones Preliminares.....	4
1. Criptoactivos para principiantes: Glosario Introdutorio	4
2. Security tokens y STOs	6
III. STOs en el Escenario Internacional	9
1. Organización Internacional de Comisiones de Valores.....	9
2. Fondo Monetario Internacional.....	10
3. Grupo de Acción Financiera Internacional.....	11
4. Gobernanza de los STOs: Discusiones en G20.....	12
IV. La situación en la República Argentina	13
V. Marcos Normativos Flexibles	18
1. Suiza	19
2. Japón.....	27
VI. Marcos Normativos Específicos	32
1. Malasia.....	33
2. México	37
3. Taiwan	40
VII. Marcos Regulatorios Laxos	44
1. Estados Unidos.....	44
2. Canadá	50
3. Brasil.....	53
4. Inglaterra.....	56
5. Francia	59
VIII. Marcos Normativos Prohibitivos	63

1. República Popular de China.....	63
IX. Factores para Considerar para Regular los STOs	65
1. Problemas de jurisdicción.....	66
2. Inversiones Extranjeras.....	70
3. Contratos Financieros Internacionales	70
X. Conclusión	72
XI. Anexos.....	74
1. Anexo I	74
2. Anexo II.....	75
TABLA DE AUTORES	I
TABLA DE CASOS.....	V
TABLA DE INSTRUMENTOS	VII

TABLA DE DEFINICIONES

Abreviación	Definición
&	“Y”
§/§§	Sección/Secciones
¶/¶¶	Párrafo/Párrafos
Art./Arts.	Artículo/Artículos
CNV	Comisión Nacional de Valores, Argentina
DLT	<i>Distributed Ledger Technologies</i> o Tecnologías de Contabilidad Distribuidas
ed.	Edición
ICO/ICOs	<i>Initial Coin Offering / Initial Coin Offerings</i>
IPO/IPOs	<i>Initial Public Offering / Initial Public Offerings</i>
Ibid.	En el mismo lugar
Iss.	Issue
No. /Nos.	Número / Números
p./pp.	Página/Páginas
ST	<i>Security Token</i>
STO/STOs	<i>Security Token Offering / Security Token Offerings</i>
Vol.	Volumen

I. Introducción

1. En los últimos años, se ha presenciado un significativo avance en nuevas tecnologías, generando debates sobre su papel en distintos ámbitos, inclusive el financiero. Plataformas digitales como el *blockchain* u otros tipos de Tecnologías de Contabilidad Distribuidas (*Distributed Ledger Technologies* o “DLTs” por sus siglas en inglés) han transformado radicalmente el sector, introduciendo métodos innovadores para operar y recaudar capital. La expansión y consolidación de estos cambios tecnológicos no solo permitió modernizar la industria sino también abrió paso a la aparición de criptomonedas, activos digitales, u Ofertas Iniciales de Monedas (*Initial Coin Offerings* o “ICOs” por sus siglas en inglés), atrayendo a emprendedores e inversores hacia un nuevo paradigma financiero, y alejándose de las ofertas públicas convencionales.
2. Sin embargo, este progreso vino de la mano de complicaciones, especialmente hacia finales de 2018, cuando el valor de las criptomonedas se desplomó, cuestionando su estabilidad como moneda y revelando desafíos en el ecosistema financiero. Problemas tales como esquemas fraudulentos y evasiones fiscales llevaron a repensar el sistema. Eventualmente, se crearon *security tokens*, instrumentos financieros pero respaldados por algo tangible, como una acción, una obra de arte, un *commodity*, deuda o incluso ingresos de una compañía. Entre ellos, los *Security Token Offerings* (“STO” por sus siglas en inglés) son el subtipo más conocido, y el cual está sujeto a un riguroso control normativo. Tienen por objetivo crear un ambiente más seguro para los inversionistas y emisores para tokenizar valores, y comercializarlos en una *blockchain*, donde todos los participantes pueden ver detalles de las transacciones.
3. Este trabajo tiene como objetivo general analizar el marco regulatorio de los STOs desde una perspectiva de Derecho Internacional Económico, para determinar si sería posible ofrecerlos en el mercado argentino, y de qué manera. En particular, los objetivos específicos consisten en: (i) explorar qué sugieren las organizaciones u organismos internacionales acerca de cómo debería ser una política pública efectiva para STOs, (ii) estudiar si existen normas a nivel internacional que regulen a los STOs, (iii) indagar en las discusiones en los principales foros internacionales en materia financiera para identificar problemáticas a atender, (iv) comparar la legislación sobre STOs en ciertos países clave con mayor influencia en el mundo

- cripto para identificar tendencias normativas, (v) estudiar el marco legal argentino para determinar si sería posible, y de qué manera se podría, ofrecer STOs en el país.
4. Se plantea la pregunta de investigación: ¿Cómo otros países han regulado los STOs, y cuáles son las ventajas y desventajas de sus enfoques normativos? ¿Se podrían ofrecer STOs en Argentina bajo el marco normativo actual o sería mejor seguir algún otro enfoque inspirado en el derecho comparado? La hipótesis que se testea en este trabajo sugiere que la Ley de Mercado de Capitales argentina (“LMC”) es insuficiente para regular ofertas públicas de STOs, dada la naturaleza única y mutable de este tipo de instrumentos que pueden estar colateralizados en una acción, deuda o incluso un inmueble. Ante ello, en caso de decidir pronunciarse al respecto, el regulador del mercado de capitales argentino, la Comisión Nacional de Valores (“CNV”) debería emitir una resolución específica sobre STOs.
 5. La metodología empleada incluye investigación jurídica internacional y comparada. Particularmente, se realiza un estudio descriptivo del funcionamiento de los STOs y tecnologías *blockchain* y luego se indaga en si están, y cómo están, regulados en la esfera internacional y doméstica. Primero, recopilamos datos de fuentes oficiales, como sitios web de organismos internacionales, examinando recomendaciones, reportes oficiales, *papers* y normativa relevante. Luego, recolectamos datos de sitios web de reguladores de mercado de capitales de 11 países estratégicamente seleccionados por su influencia en el mercado financiero internacional. Revisamos resoluciones, directrices, reportes, leyes administrativas, legislación específica y normas de los Códigos Comerciales o Civiles. Complementamos nuestra investigación con datos provenientes de bases de datos académicas, como La Ley, Thomson Reuters, Google Scholar, Jstor y HeinOnline, así como blogs de estudios jurídicos especializados en activos digitales, derecho bancario y mercado de capitales.
 6. La estructura de nuestro trabajo se organiza de la siguiente manera. En la primera sección, abordamos conceptos clave relacionados con criptoactivos, tokenización, o STOs para una comprensión más profunda del análisis posterior. La segunda sección se dedica al análisis desde la perspectiva del Derecho Internacional, examinando los debates en los foros internacionales, las directrices de los organismos multilaterales y las organizaciones internacionales. Estos elementos nos permiten identificar recomendaciones fundamentales para el diseño de una regulación efectiva en el ámbito de los STOs. La tercera sección compara los marcos normativos de los 11

países seleccionados, agrupándolos en tres categorías: (i) Flexibles, donde los gobiernos adaptaron la legislación existente para adecuarla a la naturaleza de los STOs; (ii) Específicos, donde se crearon leyes nuevas para los STOs; (iii) Laxos, donde los reguladores aplicaron directamente la ley existente a los STOs; y (iv) Prohibitivos, donde los países decidieron prohibir la emisión o comercialización de STOs. En cada sección, intentamos esclarecer: (i) cómo los reguladores establecieron la jurisdicción sobre los STOs, en caso de hacerlo; (ii) si permitieron los STOs, qué tipo de leyes les aplicaron o crearon al respecto; y (iii) las obligaciones resultantes de esas normas para cada uno de los actores involucrados en las transacciones. En la cuarta sección evaluamos el marco legal argentino, centrándonos especialmente en la LMC y las resoluciones de la CNV. Finalmente, identificamos los beneficios y desafíos de la regulación existente con el propósito de que estas conclusiones no solo beneficien a Argentina, sino también a reguladores y gobiernos que estén considerando o diseñando un marco regulatorio para los STOs.

II. Nociones Preliminares

Resumen

¿Qué significa tokenizar un activo? ¿Cuáles son las consecuencias? ¿En qué se diferencia un *security token* de un STO? ¿Cuáles son las diferencias entre un STO, una ICO o una *Initial Public Offering* (“IPO”)? Éstas son algunas de las preguntas cruciales que nos planteamos, y abordamos en este apartado. Partiendo de ellas, establecemos bases sólidas para los conceptos que exploraremos en secciones posteriores. Esto será especialmente relevante cuando analicemos los marcos regulatorios aplicables a los STOs en jurisdicciones específicas.

7. En el apogeo del desarrollo de tecnología, pocas herramientas han recibido tanta atención como *blockchain* y las criptomonedas. Sin embargo, muchos desconocen aspectos técnicos de este mundo. Comenzamos nuestro análisis definiendo conceptos clave para aclarar tecnicismos. La estructura de esta sección es la siguiente. Primero, definimos qué se entiende por criptoactivos, DLTs, smartcontracts, y tokenización. Éstos son cruciales en el ámbito de los activos digitales. Luego, estudiamos qué se entiende por un *security token* y STOs, explorando su origen y categorías. Finalmente, destacamos las diferencias entre IPOs, ICOs y STOs.

1. *Criptoactivos para principiantes: Glosario Introductorio*

i. *Criptoactivos*

8. Cuando hablamos de criptoactivos, nos referimos a un tipo de activo privado basado en criptografía y una DLT, como una *blockchain*. Los criptoactivos pueden representar monedas, mercancías, *securities* o derivados.¹ Consecuentemente, tanto criptomonedas como *security tokens* son criptoactivos.

9. Con respecto a las criptomonedas, éstas son activos digitales descentralizados no emitidos por un Banco Central u otro regulador equivalente, y sólo funcionan en forma digital. Su existencia y las transacciones que conllevan se gestionan a través de un sistema descentralizado de algoritmos, que queda registrado en una *blockchain*. Es en este marco que se inserta la moneda digital tal vez más conocida, el Bitcoin, concebida originalmente como alternativa a las monedas fiduciarias tradicionales.²

¹ FSB.

² GODFREY.

Un Bitcoin no tienen existencia tangible y, en su lugar, se registra únicamente como saldo en un libro de contabilidad digital descentralizado en el que las transacciones se añaden por orden cronológico.³

ii. *Distributed Ledger Technologies o “DLTs”*

10. La estructura de activos digitales se apoya en una DLT, la cual es un sistema que gestiona datos digitalmente replicados, compartidos y sincronizados, en una red descentralizada, esto es, en distintos sitios, países y/o instituciones. En particular, las DLT se utilizan para implementar libros mayores distribuidos, el cual incorpora una base de datos compartida y sincronizada a través de una red de ordenadores independientes (denominados nodos) que están conectados entre sí sin tener que depender de un ordenador central.⁴ Así, cada nodo de la red tiene una copia del libro mayor, y puede ver, modificar y chequear el contenido de ese libro mayor, lo que contribuye a garantizar la transparencia en el sistema.
11. En paralelo a las DLTs, existen las *traditional centralized ledgers*, que son bases de datos centralizadas a la que pueden acceder usuarios designados y que están supervisadas por uno o varios "notarios" del sistema que regulan el acceso a los datos contenidos en el libro mayor, y se encargan de compartir esos datos entre ciertas entidades de confianza.⁵ A diferencia de las *traditional centralized ledgers*, las DLTs garantizan transparencia, permitiendo a cada nodo acceder, modificar y verificar el libro mayor.
12. El tan conocido *blockchain* es un tipo de DLT, ya que ofrece a cada usuario la posibilidad de acceder a registros digitales firmados y enlazados cronológicamente en bloques, dificultando la manipulación y asegurando la autenticidad de los documentos. Un claro ejemplo de esto es la *blockchain* de Bitcoin, la cual fue la primera, la mayor del mundo y la DLT más ampliamente investigada.⁶

iii. *Smart contracts y sus elementos*

13. Los *smart contracts* son contratos ejecutables en una *blockchain*, escritos como código en libros de contabilidad DLT. Operan automáticamente según eventos

³ BRYZEK.

⁴ IOSCO 2017.

⁵ *Ibid.*

⁶ *Ibid.*

predefinidos en el código, actualizando el libro mayor conforme a los términos acordados.⁷ Estos tipos de contratos se caracterizan por (i) seguir una lógica preprogramada escrita en código informático, (ii) almacenada y replicada en una plataforma distribuida o *blockchain*, (iii) que luego es ejecutada o ejecutada por una red de ordenadores (normalmente los mismos ordenadores que alojan el *blockchain*), (iv) que luego da lugar a actualizaciones del libro mayor de conformidad con los términos del acuerdo especificados en el código informático.⁸

iv. Tokenización

14. Muchos hemos escuchado hablar de “tokenizar” un bien o un activo. Lo cierto es que este proceso implica representar digitalmente activos, deuda o propiedad y obligaciones en el marco de una DLT. Así, un “token” puede simbolizar una moneda, materias primas, una acción o incluso una casa, registrado digitalmente en un contrato analógico entre partes.⁹

2. *Security tokens* y *STOs*

15. Los *security tokens* son una representación digital de un producto de inversión, el cual está típicamente sujeto a la regulación de mercado de capitales tradicional. Su emisión y comercialización se registran y aseguran criptográficamente en una DLT.¹⁰ En un *STO*, los tokens se negocian en un *security token exchange* específico, y representan una IPO de acciones, deuda o transacción de bienes raíces. Los detalles de esa operación quedan registrados y disponibles al público a través de la *blockchain* o DLT.

i. Tipos de *security tokens*

16. Existen diversos tipos de *security tokens*, como *equity tokens*, *debt tokens*, *asset-backed tokens* y *utility tokens*. Los *equity tokens* representan el derecho a una participación en un flujo de caja generado por algún activo subyacente.¹¹ Los *debt tokens* son instrumentos equivalentes a un préstamo a corto plazo con interés, en el que el *security token* permite obtener capital mediante la obtención de deuda.¹² Los

⁷ COLLOMB. pp. 263, 279–281.

⁸ HERTIG

⁹ BENEDETTI, pp. 107-121.

¹⁰ LAMBERT, pp. 299–325.

¹¹ DIRK, pp. 267, 275.

¹² SECURITY TOKENIZER.

asset-backed tokens son aquellos en los que la inversión otorga a su propietario el derecho a un bien tangible.¹³ Finalmente, los *utility tokens* proporcionan a los inversores el acceso a un producto o servicio, en lugar de un medio para recaudar capital como lo hacen los *security tokens*.¹⁴

ii. IPOs, ICOs y STOs

17. Los STOs surgieron en 2018, tras la caída de las criptomonedas, entrando en la escena como un activo digital más evolucionado que sus predecesores, al garantizar mayor transparencia y seguridad a sus emisores e inversores. Por ende, tienen características y una naturaleza propia que los diferencian notablemente de los *IPOs* e *ICOs*.¹⁵
18. Las IPOs son un método de obtención de capital por el cual una entidad, privada o pública, ofrece sus acciones, o títulos de deuda, al público por primera vez. Para ello, la entidad debe cumplir una serie de requisitos reglamentarios y facilitar información financiera y comercial detallada a los posibles inversores y a los reguladores. En el caso de una IPO de acciones, una vez que las acciones cotizan en bolsa, la empresa pasa a ser responsable ante sus accionistas y está sujeta a un mayor escrutinio público. Se diluye el capital social, y los accionistas tienen derecho a voto y a cobrar dividendos, dependiendo del tipo de acciones emitidas. En el caso de una IPO de deuda, como a través de la emisión de una obligación negociable, no se diluye el capital social, pero la entidad da derechos políticos o de cobro a sus acreedores, a través del cobro de un cupón.¹⁶
19. Por su parte, en un ICO los emisores venden tokens que han desarrollado o están en proceso de desarrollar con el fin de recaudar fondos para la empresa o emprendimiento.¹⁷ En este marco, se otorgan tokens digitales a los inversores a cambio de una moneda fiduciaria o, en la mayoría de los casos, criptomonedas convencionales (Bitcoin o Ether). Los ICO existen gracias al uso de una DLT, como una *blockchain*, que facilitan el intercambio de los valores sin necesidad de una

¹³ ELBEKOVNA.

¹⁴ BATIZ/SANTORI/CLAYBURGH, pp. 15-16.

¹⁵ Ver Anexo I

¹⁶ OCDE 2019

¹⁷ ROSIC.

autoridad central o un intermediario de confianza, como un banco, y permiten aumentar la eficiencia gracias a la desintermediación.¹⁸

20. En resumen, exploramos desde criptoactivos básicos hasta la evolución de los *security tokens* y STOs. Esto nos llevó a tener más claridad acerca de la transformación digital y a contar con una sólida base técnica para continuar con la siguiente sección, que analiza como los STOs son vistos en la esfera internacional.

¹⁸ OCDE 2019

III. STOs en el Escenario Internacional

Resumen

En esta tercera sección, exploramos la existencia de un marco de derecho internacional aplicable a los STOs y la utilidad de directrices y reportes de organismos internacionales en el diseño de legislación interna. Además, analizamos debates jurídicos en foros internacionales sobre el tema.

Hasta hace poco, reguladores y políticos empezaron a prestar atención al impacto de las nuevas tecnologías, especialmente en 2018 luego del crash del cripto. Particularmente durante reuniones del G20, se identificaron preocupaciones comunes como protección de consumidores e inversores, prevención de evasiones fiscales y violación de normativas anti-lavado, y se llamó a los gobiernos a diseñar mecanismos para la cooperación internacional.

En 2020, instituciones como el IOSCO comenzaron a publicar directrices sobre criptoactivos y activos digitales, consideradas *soft law*. Estas ofrecen guías a reguladores que consideran tomar medidas sobre estos instrumentos. Sin embargo, las directrices y conversaciones internacionales se centran mayormente en criptomonedas, sin prestar suficiente atención a los STOs. Es esencial ampliar la discusión y regulación para abordar de manera integral estos temas.

En resumen, la atención reciente a las nuevas tecnologías por parte de reguladores internacionales ha llevado a debates y esfuerzos centrados principalmente en criptomonedas. Empero, es crucial extender esta atención a los STOs, dado su potencial impacto para ampliar las opciones de financiamiento internacional de una manera segura para las partes.

1. Organización Internacional de Comisiones de Valores

21. Una de las organizaciones internacionales de mayor peso en materia de mercado de capitales es la Organización Internacional de Comisiones de Valores (“IOSCO”, por sus siglas en inglés). Su principal objetivo consiste en desarrollar directrices y recomendaciones sobre buenas prácticas a las comisiones de valores de sus estados miembros. Existe consenso en que sus documentos son fuente de *soft law*, por lo que a menos que sus estados miembros incorporen por ley lo que disponga el IOSCO, sus recomendaciones no son vinculantes.¹⁹ muchas autoridades regulatorias incorporan

¹⁹ KARMEL/KELLY, P. 894.

sus recomendaciones en sus marcos normativos. Un ejemplo es la Securities and Exchange Commission (SEC) de Estados Unidos.²⁰

22. Hasta la fecha, el IOSCO no ha emitido directrices específicas para los STOs, sí ha abordado las criptomonedas y activos digitales en informes previos. En 2020, publicó un informe en el que explicó que, para determinar la naturaleza de un activo digital, se debe estudiar el caso en concreto, y atender a la “realidad económica” del instrumento. En ese sentido, resaltó las diferencias inherentes entre STOs y otros activos digitales, como *utility tokens*, subrayando la necesidad de tratamientos legales distintos para cada uno.²¹

23. En mayo de 2023, la IOSCO emitió recomendaciones para Mercados de Criptomonedas y Activos Digitales (*Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets*).²² Estas incluyen pautas sobre conflicto en transacciones, cómo abordar conductas abusivas, cómo debería ser la custodia de activos y cómo abordar los riesgos operativos y tecnológicos para protegerlos. Por último, el documento aboga por la cooperación internacional entre reguladores, lo cual supone entablar acuerdos entre las autoridades competentes de otras jurisdicciones, para permitir la supervisión continua de los instrumentos regulados, así como garantizar la asistencia en las investigaciones y acciones disciplinarias.²³

2. Fondo Monetario Internacional

24. El Fondo Monetario Internacional (“FMI”) fomentó y publicó investigaciones, incluyendo *policy papers*, *policy briefs*, y recomendaciones para gobiernos, que buscan servir de fuente para crear un marco jurídico para los activos digitales.²⁴ Sin embargo, al igual que la IOSCO, el FMI ha centrado su atención en criptomonedas más que en STOs. No obstante, cabe destacar algunos de sus trabajos publicados, ya que pueden arrojar luz sobre algunas cuestiones que deban tenerse en consideración a la hora de diseñar una ley sobre STOs.

²⁰ *Ibid.*, p. 884.

²¹ IOSCO 2020, p. 10.

²² IOSCO 2023.

²³ *Ibid.*

²⁴ Más allá de que el FMI sponsor trabajos de investigación relevantes para el tema que nos compete, es menester señalar que muchos de los *working papers* destacan que lo que se indica allí no refleja las opiniones del *Staff* del FMI.

25. En un informe de 2023, expertos del FMI resaltan las diferencias fundamentales entre STOs y criptoactivos, abogando por regulaciones separadas. Particularmente, explica que ello se debe a que los STOs cumplen la misma función de instrumentos “tradicionales” como bonos o acciones, mientras que los activos digitales como los *utility tokens* pueden ser similares a un “voucher”: se canjean por un servicio o un bien proporcionado por el Emisor.²⁵
26. Asimismo, en febrero de 2023, el FMI publicó un *policy paper* clave, que propone 9 lineamientos clave a la hora de diseñar políticas públicas en materia de activos digitales, incluyendo (i) el salvaguardar la soberanía monetaria, (ii) prevenir la volatilidad de flujos de capital, (iii) educar al público acerca de los potenciales riesgos fiscales de invertir en determinados instrumentos, (iv) estudiar los riesgos legales, (v) establecer deberes de conducta y supervisión, (vi) crear un marco de cooperación y supervisión entre los diferentes organismos nacionales o federales, (vii) negociar acuerdos de cooperación internacional para mejorar la supervisión y aplicación de la normativa, (viii) vigilar el impacto de estos activos en la estabilidad del sistema monetario, (ix) fortalecer la cooperación regional y global para desarrollar la infraestructura necesaria y soluciones alternativas para pagos transfronterizos.²⁶

3. Grupo de Acción Financiera Internacional

27. En 2021, el Grupo de Acción Financiera Internacional (“GAFI”) publicó una guía de riesgos de activos virtuales,²⁷ la cual esclarece algunas cuestiones relacionadas con criptoactivos o “*assets virtuales*”. Éstos últimos son definidos como activos que son de por sí inmateriales, que pueden transferirse digitalmente y cuya naturaleza pueda ser utilizada tanto en pagos como en inversiones.²⁸ Sin embargo, el reporte no aborda específicamente a los *security tokens* o a los STOs.
28. En 2023, el GAFI publicó otra serie de reportes con recomendaciones para poder paliar el uso de activos virtuales en situaciones ilegales y de financiamiento al terrorismo.²⁹ Si bien son relevantes para criptomonedas y “*non-fungible tokens*”, carecen nuevamente de caracterizaciones *in situ* de lo que podría ser considerado

²⁵ GARRIDO.

²⁶ FMI.

²⁷ GAFI.

²⁸ *Ibid.*, ¶ 47-8.

²⁹ *Ibid.*

como un *security token*. La atención se centra en reducir riesgos y complementar recomendaciones existentes.

4. *Gobernanza de los STOs: Discusiones en G20*

29. Tras el auge y caída del mercado de criptomonedas en 2017 y 2018, líderes globales han debatido en foros internacionales, especialmente en el G20, sobre el tratamiento legal de activos digitales. Estos diálogos iniciaron en 2018 y continúan hasta hoy.³⁰ En los comunicados finales de las reuniones de ministros de finanzas y bancos centrales, se destaca la principal preocupación: la protección de consumidores e inversores, la prevención de evasiones fiscales y violaciones anti-lavado de dinero. Desde aproximadamente 2021, hemos instado a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (“OCDE”) a diseñar un marco para el intercambio automático de información sobre criptoactivos.³¹
30. Sin embargo, hasta el momento, ningún foro, no solo el G20, ha emitido comentarios sobre los beneficios y riesgos específicos de los STOs. La necesidad de cooperación internacional sigue siendo un tema central en este contexto.

³⁰ G20 2022, ¶12.; G20 2021, p. 6.; G20 2020, pp. 2-3; G20 2019, ¶13; G20 2018, p. 2; G20 2018, ¶10.

³¹ G20 2022; G20 2021.

IV. La situación en la República Argentina



República Argentina

- **Regulador/es:** Comisión Nacional de Valores (“CNV”)
- **Normas Relevantes:** Ley de Mercado de Capitales (“LMC”).
- **Principales Obligaciones:** Autorización de la CNV; Elaboración de prospecto.

i. Competencia de los reguladores

31. En 1968, la Ley de Oferta Pública da origen a la CNV, la autoridad relevante en el ámbito del mercado de capitales argentino. Su función abarca la promoción, supervisión y control del mercado de valores, haciendo cumplir la Ley de Mercado de Capitales³² así como las modificaciones introducidas por la Ley de Financiamiento Productivo.³³ El marco normativo incluye la LMC, decretos reglamentarios y las Normas de la CNV.³⁴

32. La LMC otorga a la CNV la facultad de supervisar, regular, inspeccionar, fiscalizar y sancionar a los participantes en la oferta pública de valores negociables, y de llevar el registro, y autorizar o revocar la oferta pública de estos instrumentos.³⁵ Conforme al art. 2 LMC, las acciones y títulos de deuda son considerados valores negociables. No obstante, lo cierto es que la enumeración de ejemplos de valores negociables que realiza la LMC no incluye bienes inmuebles. Esto es relevante para el análisis posterior que nos compete, dado que un STO puede representar digitalmente acciones, bonos o inmuebles.

33. Cabe recalcar que, conforme al art. 3 LMC, “*cualquier persona jurídica puede crear y emitir valores negociables para su negociación en mercados de los tipos y en las condiciones que elija.*” Esto deja abierta una vía para crear valores negociables “atípicos.”³⁶

³² LMC.

³³ LFP.

³⁴ Normas CNV.

³⁵ LMC, Arts. 2 y 19.

³⁶ ERASO LOMAQUIZ.

ii. Escenario legal de los activos digitales

34. Si bien en Argentina no existe actualmente normativa específica aplicable a los activos digitales o monedas virtuales, tanto la CNV como el Banco Central de la República Argentina (“BCRA”) han emitido pronunciamientos preliminares en la materia.
35. La primera en pronunciarse fue la CNV en 2017, cuando publica un comunicado sobre ICOs, en el que recalcó los riesgos de este tipo de transacciones.³⁷
36. Luego, en 2019, el BCRA comenzó a alertar también sobre los riesgos asociados a la operatoria de criptoactivos.³⁸ A través de la Comunicación “A” 6823, formalizó su posición al prohibir el adquirir criptoactivos en el extranjero mediante tarjetas de crédito.³⁹
37. Asimismo, en el año 2020, mediante la Comunicación “A” 7030, el BCRA introdujo límites en la adquisición de divisas para pagos de importaciones. Estableció que las empresas debían presentar una declaración jurada indicando la ausencia de "activos externos líquidos disponibles" para comprar dólares con este fin. El BCRA incluyó las criptomonedas entre los activos listados como activos externos líquidos.⁴⁰
38. En 2022, el BCRA emitió la Comunicación “A” 7506, que prohibió a entidades bancarias ofrecer el servicio de compra de criptomonedas desde su home banking o cualquier otra plataforma digital.⁴¹ Posteriormente, en 2023, la Comunicación “A” 7759 amplió esta prohibición a los Proveedores de Servicios de Pago que ofrecen cuentas de pago (“PSPCP”), incluyendo billeteras digitales como Ualá.⁴²
39. A través de la Resolución General 926/2022, la CNV desarrolló un Hub con el objetivo de respaldar la creación de soluciones innovadoras en el ámbito de FinTech, así como para examinar criterios regulatorios.⁴³ Este centro de operaciones está dirigido a todas las entidades que posean proyectos relacionados con tecnologías de servicios y/o productos financieros innovadores, los cuales estén o puedan estar

³⁷ CNV 2017.

³⁸ BCRA-2023.

³⁹ Comunicación “A” 6823.

⁴⁰ Comunicación “A” 7030.

⁴¹ Comunicación “A” 7506.

⁴² Comunicación “A” 7759.

⁴³ *Ibid.*

sujetos a regulación por parte de la CNV y tengan la intención de llevar a cabo sus actividades, de manera no exclusiva, en el territorio nacional.

40. En el formulario de solicitud para participar en el centro de operaciones, la CNV ha incorporado dos ítems que los solicitantes pueden seleccionar. El primer ítem, denominado "Blockchain y tokenización de activos financieros", aborda aspectos específicos relacionados con la aplicación de estas tecnologías en el ámbito financiero. El segundo ítem, denominado "Blockchain y tokenización de activos de la economía real", se centra en la aplicación de blockchain y tokenización en activos tangibles de la economía real.⁴⁴

iii. Escenario legal de Valores Negociables

41. En Argentina, la LMC define los valores negociables de manera amplia, abarcando cualquier valor o contrato de inversión, acciones, valores de crédito, cuota-partes de fondos comunes de inversión, títulos de deuda, entre otros.⁴⁵ No hay referencia a activos digitalizados.

42. La jurisprudencia nacional, respaldada por la CNV, ha establecido un criterio interpretativo del concepto de "valor negociable".⁴⁶ Se hace una distinción entre valores negociables propios e impropios, definiendo las características comunes de los primeros y reconociendo expresamente la condición de tales a los segundos, aunque no cumplan con todas las características intrínsecas.⁴⁷

43. El artículo 1815 del Código Civil y Comercial de la Nación Argentina define los títulos valores, incorporando una obligación incondicional e irrevocable.⁴⁸ El artículo 1820 permite la libertad de creación de títulos valores en el ámbito de la oferta pública, brindando margen para incluir cualquier instrumento con un derecho incorporado.⁴⁹

⁴⁴ *Ibid*, Art. 5; ARGONZ.

⁴⁵ LMC, Art. 2.

⁴⁶ *F. D. O. s/ Infraccion Art. 310*.

⁴⁷ MALUMIÁN.

⁴⁸ CCCN, Art. 1815.

⁴⁹ CCCN, Art. 1820.

44. De un modo similar al Código Civil y Comercial, el artículo 3 de la LMC consagra el principio de creación de valores negociables, permitiendo que cualquier persona jurídica los emita en las condiciones que elija.⁵⁰
45. Por otra parte, el artículo 2 de la LMC establece un test para la existencia de oferta pública, que incluye elementos como el sujeto destinatario, el objeto del acto y la forma del acto, mediante cualquier procedimiento de difusión.⁵¹
46. Vale mencionar que la ley 27.440 de Financiamiento Productivo modificó el art. 82 de la LMC, permitiendo a la CNV reglamentar la oferta privada de valores negociables, aunque hasta la fecha esta reglamentación no está reglamentada.
47. En lo que respecta al *crowdfunding* (plataformas de financiamiento colectivo), cuenta con un marco regulatorio establecido en la ley 27.349 de Apoyo al Capital Emprendedor, complementado por la Resolución General 717/2017 de la Comisión Nacional de Valores.⁵²

iv. Obligaciones

48. La LMC incluye entre los medios de difusión de la oferta a las circulares y comunicaciones impresas, aunque no habla expresamente del prospecto de emisión.⁵³ Las Normas de la CNV agregan que el prospecto es el documento fundamental para llevar a cabo la oferta pública de valores negociables.⁵⁴ De esa manera, la difusión del Prospecto es una de las pautas más contundentes para constatar la existencia de un ofrecimiento al público. De acuerdo con estas normativas, el prospecto debe ser impreso en cantidad suficiente para satisfacer la demanda y publicarse en los órganos informativos de las entidades autorreguladas. Además, debe estar disponible para los posibles interesados en la sede social, la de los agentes colocadores y en otros lugares designados por el emisor.⁵⁵ Además, la LMC refiere que los emisores de valores negociables son responsables de toda la información incluida en los prospectos por ellos registrados ante la Comisión Nacional de Valores.⁵⁶

⁵⁰ LMC, Art. 3.

⁵¹ LMC, Art. 2.

⁵² LACE; CNV/RG/717/2017.

⁵³ LMC, Art. 119 et seq.

⁵⁴ Normas CNV, Art. 1.

⁵⁵ Normas CNV, Art. 2.

⁵⁶ LMC, Art. 119.

49. Las Normas de la CNV establecen que la solicitud de autorización para la oferta pública de valores negociables debe ser presentada ante la Comisión para su evaluación y resolución. Aquellas solicitudes que no incluyan toda la información requerida según estas normativas no serán consideradas.⁵⁷ La solicitud de ingreso al régimen de oferta pública debe estar suscrita por el representante legal de la emisora, su reemplazante legal o un mandatario con poder suficiente. Además, debe indicar claramente el objeto del pedido y contener la información exigida por la normativa vigente, que incluye detalles sobre la identificación de la emisora, la titularidad del capital y los aportes irrevocables a cuenta de futuras suscripciones.⁵⁸ En resumen, la oferta pública de valores en Argentina requiere la previa autorización de la CNV, y tanto el emisor como cualquier persona involucrada en la oferta deben estar registrados ante este organismo.
50. La Resolución General N° 622/2013 de la CNV establece el régimen informativo aplicable a los emisores de oferta pública de valores negociables, así como los deberes de transparencia y difusión de información relevante. Esta resolución complementa las obligaciones establecidas en las Normas de la CNV, proporcionando un marco detallado para la presentación de información por parte de los emisores, con el objetivo de asegurar la transparencia y la divulgación adecuada en el contexto de la oferta pública de valores negociables.⁵⁹

⁵⁷ Normas CNV, Art. 1.

⁵⁸ Normas CNV, Art. 4.

⁵⁹ CNV/RG/622/2013.

V. Marcos Normativos Flexibles

Resumen

El análisis de derecho comparado comienza con Suiza y Japón, que adaptaron sus leyes de mercado de capitales para regular los STOs.

En Suiza, la Ley Federal sobre la Adaptación de la Legislación Federal a la Evolución de la Tecnología de los Registros Electrónicos Distribuidos modificó el Código de Obligaciones (“CO”), la Ley de Infraestructura del Mercado Financiero (“FMIA”) y la Ley Federal sobre Servicios Financieros (“FINSA”).

La jurisdicción de FINMA abarca *ledger-based securities*, incluidos los *Distributed Ledger Technology Securities (DLT securities)*, e instituciones como las *DLT trading facilities*. Los securities deben cumplir con requisitos estrictos, como el registro en un securities ledger y la implementación de medidas de seguridad adecuadas. Los *ledger-based securities* requieren registros en un *blockchain* y cumplen con estándares específicos. Además, Suiza establece obligaciones antes de la emisión, durante la transmisión y periódicas, incluyendo la necesidad de una *DLT Facility* para facilitar la negociación multilateral.

En Japón, la modificación de la Ley de Instrumentos Financieros y Cambio (“FIEA”) aborda los STOs, considerando tokens como *securities* si representan activos financieros convencionales.

La FIEA diferencia entre activos Tipo I y Tipo II, regulando los primeros como FIEA *securities* tokens y los segundos como participaciones en un sistema de inversión colectiva. Las obligaciones en Japón incluyen el registro de operadores comerciales de instrumentos financieros, divulgación de información durante la emisión y transferencia, y la necesidad de licencias específicas, como la de Operador Comercial de Instrumentos Financieros (“FIBO”). Asimismo, la FIEA impone restricciones tecnológicas para la transferencia de activos Tipo I, mientras que los activos Tipo II pueden ofrecerse más fácilmente sin restricciones. Ambos países buscan equilibrar la facilitación de nuevas formas de financiamiento con la protección de inversores a través de marcos normativos específicos para STOs.

Si bien no existe una homogeneidad en el análisis comparativo de las dos jurisdicciones, observamos factores en común: los marcos normativos fueron

adaptados y/o modificados dependiendo de la especificidad que tenía la normativa ya existente y la adaptabilidad de dichas normas al nuevo escenario de los STOs. Además, ambos exigen el registro de los emisores de *security tokens* y divulgación de la información en cada operación, con mayor o menor detalle. Asimismo, ambos han incluido artículos para meramente especificar que ciertas secciones de la normativa vigente son análogamente aplicables a los *security tokens*.

1. Suiza



Suiza

- **Regulador/es:** Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros.
- **Normas Relevantes:** Ley Federal sobre la Adaptación de la Legislación Federal a la Evolución de la Tecnología de los Registros Electrónicos Distribuidos, Código de Obligaciones, Ley de Infraestructura del Mercado Financiero y la Ley Federal sobre Servicios Financieros.
- Principales Obligaciones:
 - Registro (Prevé excepciones),
 - Requisitos y obligaciones de las plataformas DLTs,
 - Divulgación de información (Prospecto de Emisión),
 - Custodia,
 - Licencia para operar como intermediario.

51. Suiza es uno de los pocos países en donde el estado realizó enmiendas a las leyes de mercado de capitales, adaptándolas a fin de ser aplicables a las nuevas formas de financiamiento virtuales. En septiembre de 2020, el Parlamento suizo adoptó la Ley Federal sobre la Adaptación de la Legislación Federal a la Evolución de la Tecnología de los Registros Electrónicos Distribuidos,⁶⁰ la cual adaptó el CO,⁶¹ la FMIA⁶² y la FINSA.⁶³

⁶⁰ DLT Act.

⁶¹ Código de Obligaciones Suizo.

⁶² Financial Market Infrastructures and Market Conduct in Securities and Derivatives Trading (2015) Swiss Confederation [en adelante “FMIA”].

⁶³ Federal Act on Financial Services (2018) of the Swiss Confederation [en adelante “FINSA”].

i. Competencia de los reguladores

52. La FINMA es la entidad reguladora clave en el ámbito financiero suizo. Su competencia abarca la supervisión de bancos, compañías de seguros, bolsas, agentes de valores e instituciones de inversión colectiva. Además de supervisar, la FINMA emite reglamentos y actúa como órgano de apelación. La jurisdicción de FINMA en materia de STOs surge del hecho de que, conforme a la Ley Federal sobre la Adaptación de la Legislación Federal a la Evolución de la Tecnología de los Registros Electrónicos Distribuidos sancionada por el Consejo Suizo, los *security token* constituyen *securities* en tanto y en cuanto cumplan con los requisitos legales establecidos para que sean considerados como tal.
53. La jurisdicción de FINMA deriva de la FMIA, particularmente de su definición de valores que incluye a las *standardised certificated* y *uncertificated securities*. Dentro de éstos últimos, se incluye a los *ledger-based securities*, derivados y valores intermediados.⁶⁴ Otra definición clave, que se insertó con una enmienda de 2021, es la de *Distributed ledger technology securities (DLT securities)*, que trae dentro de la órbita jurisdiccional de la FMIA a los: (i) *ledger-based securities* u (iii) otros *uncertificated securities* que se mantienen en registros electrónicos distribuidos y utilizan procesos tecnológicos para dar a los acreedores, pero no al deudor, poder de disposición sobre el valor no certificado.
54. Las *uncertificated securities* son un valor sin soporte papel que puede documentar todo lo que un valor tradicional podría documentar, como el derecho de propiedad sobre bienes, oro o acciones y créditos. Por su parte, cabe destacar que no todo token podría ser considerado como *securities*, ya que la FMIA establece requisitos estrictos para los *ledger-based securities*. Estos son títulos que, en virtud de un acuerdo entre las partes: (i) están inscritos en un registro de valores o *securities ledger*; y (ii) sólo pueden ejercerse y transferirse a otros a través de este registro de valores.⁶⁵

⁶⁴ FMIA, Art. 2b: “*standardised certificated and uncertificated securities, in particular uncertificated securities in accordance with Article 973c of the Código de Obligaciones (CO) and ledger-based securities in accordance with Article 973d of the CO, as well as derivatives and intermediated securities, which are suitable for mass trading.*”

⁶⁵ Código de Obligaciones Suizo, Art. 973d.

55. Es importante destacar que, aunque las definiciones no mencionan explícitamente los STOs, la nueva normativa considera que, al operar en un *distributed ledger*, generalmente entran en la categoría de securities según la FMIA.
56. Asimismo, es menester mencionar que las *uncertificated securities* no requieren intermediarios regulados, como un banco, para su creación y transferencia. En su lugar, rigen por un "acuerdo de registro" a través de un libro mayor que cumple con los requisitos legales, incluso mediante tecnología *blockchain*. En virtud del CO, el único requisito formal es llevar un libro en el que se anoten los datos relativos al número y denominación de los títulos de los *uncertificated securities* emitidos y de los acreedores,⁶⁶ lo cual puede ser cumplido a través de un *blockchain*.⁶⁷ Asimismo, se aclara que los *securities* se consideran normalizados y aptos para la negociación en masa si se ofrecen públicamente a la venta con la misma estructura y denominación o se colocan a más de 20 clientes, en la medida en que no se hayan creado especialmente para contrapartes individuales.⁶⁸
57. Por otro lado, se establecen detalladamente los requisitos que los *securities ledgers*, es decir, donde operan los *ledger-based securities*. Entre los elementos, sé que exige que (i) utilice procesos tecnológicos para dar a los acreedores, pero no al deudor, poder de disposición sobre sus derechos, (ii) esté asegurado por medidas de seguridad adecuadas para protegerlo de posibles modificaciones no autorizadas, (iii) tenga registrado en el propio *ledger*, o en datos vinculados, el detalle de los derechos, el funcionamiento del *ledger* y el convenio/acuerdo de registro, y (iv) asegure la transparencia en el funcionamiento del *ledger*, de manera tal que permita a los acreedores consultar la información pertinente y los asientos del libro de registro, así como comprobar la integridad del contenido del libro de registro relativo a ellos mismos sin intervención de terceros.⁶⁹ Asimismo, la ley suiza agrega que el emisor debe asegurarse que el *securities ledger* se encuentre organizado de acuerdo con la finalidad prevista, según los términos del convenio/acuerdo de registro.⁷⁰
58. Como se observa, las características a cumplir por los *securities ledgers* están destinadas a otorgar mayor transparencia, integridad y seguridad a estas plataformas,

⁶⁶ Código de Obligaciones, Art. 973c ¶3.

⁶⁷ ICO Guidelines.

⁶⁸ Ordinance.

⁶⁹ Código de Obligaciones Suizo, Art. 973d.

⁷⁰ *Ibid.*

así como también generar mayor confianza entre los múltiples actores involucrados en un STO. Sólo de cumplir con estas particularidades, el valor se registrará bajo las disposiciones aplicables a los *securities*.

ii. Escenario Legal

59. Para facilitar la negociación multilateral de *DLT securities*, se requiere de una *DLT Facility*, un tipo de entidad creada a partir de la enmienda de 2021 a la FINMA. Dichas entidades deben: (i) admitir participantes de acuerdo con el procedimiento del art. 73c.2.e de la FMIA; (ii) mantener custodia central de las *DLT securities*; y (iii) compensar y liquidar operaciones con *DLT securities* siguiendo normas y procedimientos uniformes.⁷¹
60. Sumado a ello, las *DLT trading facilities* requieren de la autorización de la FINMA para operar, y, para obtenerla, deben cumplir con ciertos recaudos, como: (i) ser persona jurídica bajo el derecho suizo; (ii) otorgar garantía de conducta empresarial irreprochable; y (iii) asegurar la continuidad operativa y sistemas IT.⁷²
61. La ley define los participantes aceptables en *DLT trading facilities*, incluyendo: (i) sociedades de valores; (ii) otras partes supervisadas por la FINMA, o una autoridad extranjera, (iii) el Banco Nacional de Suiza; (iv) el Banco de Pagos Internacionales, y (v) otras personas físicas y jurídicas declarando que participan en nombre propio y por cuenta propia.⁷³
62. Desde el punto de vista legal, estas facilidades deben autorregularse (art. 27 FINMA), establecer normas para la negociación ordenada y transparente (art. 28 FINMA), publicar información sobre la pre y post negociación de valores en tiempo real (art. 29 FINMA), garantizar una negociación ordenada (art. 30 FINMA), supervisar la formación de precios (art. 31 FINMA), colaborar con otros organismos de supervisión (art. 32 FINMA), suspender negociaciones con otras *trading facilities* en caso de que decida suspender la negociación de un valor puntual (art. 33.2 FINMA), y puede funcionar como órgano de apelación independiente (art. 37 FINMA).
63. A diferencia de los sistemas de negociación "tradicionales", como por ejemplo la bolsa o el sistema multilateral de negociación, el sistema de negociación DLT puede

⁷¹ FMIA, Art. 73a.

⁷² FMIA, Arts. 4-14.

⁷³ FMIA, Art. 73c.

dar acceso no sólo a participantes cualificados (por ejemplo, bancos o sociedades de securities), sino también directamente a particulares.

a. Obligaciones antes de la Emisión

1. Registro y Divulgación de Información

64. Antes de la emisión, la FMIA impone a los emisores obligaciones de registro⁷⁴ y de divulgación de información,⁷⁵ también extendidas a los participantes en sistemas de negociación DLT y plataformas DLT. El Consejo Federal regula detalles como la admisión, obligaciones y exclusión de participantes, y puede establecer excepciones.

65. Para todos los actores, la FINMA requiere que previo a que una transacción se realice en Suiza, se proporcionen cierta información detallada en la norma. Los participantes domiciliados en el extranjero deben garantizar que facilitarán la información y los documentos pertinentes si la FINMA así lo requiere.⁷⁶

2. Plataformas DLTs y DLT Trading Facilities

66. Con respecto a las plataformas de negociación DLT, la FMIA dispone que éstas tienen la responsabilidad de controlar la admisión, obligaciones y exclusión de participantes, observando el principio de igualdad de trato. Además, deben controlar el cumplimiento normativo y aplicar sanciones por infracciones.⁷⁷

67. Por su parte, conforme a la FMIA, las *DLT trading facilities* pueden controlar la admisión a negociación de *securities* DLT y demás servicios que presta. En particular, establecerá en ella los requisitos que deben cumplir los DLT *securities* y los emisores o terceros en relación con la admisión.⁷⁸

3. Prospecto de Emisión

68. La FINSA regula la oferta y emisión de valores y divulgación de información, aplicando las normas de los securities tradicionales a los *ledger-based securities*. En

⁷⁴ FMIA, Art. 38: Los participantes admitidos en un centro de negociación deberán llevar un registro de las órdenes y operaciones que realicen, facilitando todos los datos necesarios para la vigilancia y supervisión de su actividad (traducción propia del inglés).

⁷⁵ FMIA, Art. 39: Los participantes admitidos en un centro de negociación deben comunicar toda la información necesaria para una negociación de valores transparente (traducción propia del inglés).

⁷⁶ FMIA, Art. 73c.

⁷⁷ FMIA, Art. 73.

⁷⁸ FMIA, Art. 73d.

su capítulo sobre la oferta de estos activos, establece la obligación de publicar un prospecto.⁷⁹ Conforme a la DLT Act de 2021, esta obligación de publicar un prospecto de emisión para el caso de valores tradicionales es análogamente aplicable a la oferta de *DLT securities*⁸⁰ y a las negociaciones llevadas a cabo en una *DLT trading facilities*.⁸¹ La única modificación introducida por el DLT Act es simplemente esta, el resto del articulado permanece intacto, exigiendo que los activos digitales cumplan con los requisitos establecidos.⁸²

69. No en todos los casos la ley exige la publicación de un prospecto. Por ejemplo, hay excepciones según el tipo de oferta y el tipo de *securities*, así como para la admisión a negociación.⁸³ Así, por ejemplo, la ley establece que no es obligatorio presentar un prospecto si la oferta está dirigida solo a inversores clasificados como clientes profesionales o a menos de 500 inversores.⁸⁴

70. En cuanto al contenido del prospecto, debe incluir información esencial que contribuya a la decisión del inversor sobre el emisor, el garante, estados contables, situación de la empresa, estrategias de inversión y tipos de riesgos. La información debe estar en una lengua oficial de la Confederación Suiza o en inglés.⁸⁵

71. Asimismo, la norma aclara que, si el precio final de emisión y el volumen de emisión no pueden indicarse en el folleto, éste deberá entonces indicar el precio máximo de emisión y los criterios y condiciones utilizados para determinar el volumen de emisión. La información sobre el precio final de emisión y sobre el volumen de emisión deberá presentarse al organismo revisor y ser publicada por éste.⁸⁶

72. Las modificaciones también introducen disposiciones en caso de información no veraz. En este sentido, el obligado es responsable de los daños causados al adquirente

⁷⁹ FINSA, Art. 35: “Cualquier persona en Suiza que realice una oferta pública para la adquisición de securities o cualquier persona que solicite la admisión de securities a negociación en un centro de negociación de conformidad con la FMIA deberá publicar previamente un prospecto” (traducción propia del inglés).

⁸⁰ FMIA, Art. 2.b bis.

⁸¹ FMIA, Art. 73.

⁸² FMIA, Art. 35.1 bis.

⁸³ FMIA, Arts. 36-38.

⁸⁴ FINSA, Art. 36.

⁸⁵ FINSA, Art. 40.1.

⁸⁶ FINSA, Art. 40.4.

por información inexacta, engañosa o contraria a los requisitos legales, a menos que pueda demostrar que actuó con la diligencia debida.⁸⁷

b. Obligaciones Periódicas

1. Custodia

73. La *DLT Act* incluye a los *DLT trading facilities* como actores aptos para otorgar custodia. Así, se permite que otorguen, además de los servicios básicos de negociación, servicios de custodia, compensación y liquidación de securities DLT sin necesidad de una licencia adicional. Para aquellos que ofrezcan servicios centrales de custodia, el Consejo Federal establecerá requisitos adicionales, en particular con respecto a custodia central, compensación y liquidación de *DLT securities*, garantías, adecuación del capital, diversificación de riesgos, servicios auxiliares, liquidez, procedimiento en caso de incumplimiento de un participante y segregación.⁸⁸

74. Las *DLT trading facilities* consideradas “*services systematically important*,” que son aquellas que proveen custodia central, deben cumplir requisitos especiales para proteger la estabilidad del sistema financiero, en tanto infraestructuras de importancia sistémica de los mercados financieros.⁸⁹ Los requisitos especiales deben tener en cuenta las normas internacionales reconocidas. Pueden referirse a las bases contractuales, los medios de pago utilizados, la gestión de riesgos, la continuidad de las actividades y los sistemas informáticos.

75. Por otro lado, las *DLT trading facilities* requieren para ejercer la custodia una autorización del Banco Central de Suiza, debiendo seguir el procedimiento detallado que involucra la FINMA y el Banco Nacional Suizo (“BNS”). En resumidas cuentas, la FINMA notificará al BNS sobre solicitudes de autorización de entidades de contrapartida central, depositarios centrales de valores, sistemas de pago y plataformas de negociación DLT que ofrecen servicios de custodia, compensación o liquidación. Luego, el BNS designa infraestructuras de importancia sistémica y definirá requisitos especiales en consulta con la FINMA. Si se cumplen estos requisitos, la FINMA otorgará la autorización. Además, la FINMA aprobará el plan de estabilización de infraestructuras sistémicas con la consulta previa al BNS. Si el

⁸⁷ Código de Obligaciones Suizo, Art. 973i.

⁸⁸ FMIA, Art. 22.

⁸⁹ FMIA, Art. 23.

BNS determina que una infraestructura no es de importancia sistémica informará de ello a la FINMA, y se cumplen las condiciones generales, la FINMA concederá la autorización.⁹⁰

c. Obligaciones durante la Transmisión

76. La transferencia o transmisión de un *ledger-based securities* está sujeto a las provisiones del convenio/acuerdo de registro. La *DLT Act* permite transferir los *DLT securities* a través de *blockchain* sin necesidad de documentos escritos.⁹¹

77. En caso de quiebra del acreedor, la *DLT Act* dispone que, si los bienes del acreedor son embargados o si se autoriza una moratoria para la reestructuración de la deuda, las decisiones del acreedor relativas a los *ledger-based securities* son jurídicamente vinculantes y oponibles a terceros, siempre que: (i) se hayan hecho con anterioridad; (ii) sean irrevocables en virtud de las normas del registro de securities o de otro sistema de negociación y; (iii) se hayan registrado efectivamente en el registro de securities en un plazo de 24 horas.⁹²

78. Otro aspecto importante para mencionar es que la norma indica que cuando un adquirente de buena fe de un *certified security* y un adquirente de buena fe de un *ledger-based security* tengan un mismo derecho, el primero prevalece sobre el segundo.⁹³

79. La ley suiza agrega que el deudor en virtud de un *ledger-based securities* está facultado y obligado a rendir cuentas únicamente al acreedor indicado en el DLT y sujeto a la modificación apropiada del *ledger*. El deudor en virtud de un *ledger-based securities* o de un derecho que se ofrezca como tal debe informar a cada adquirente de: 1) el contenido del security basado en el libro mayor; 2) el modo de funcionamiento del libro mayor de securities y las medidas adoptadas para proteger el funcionamiento y la integridad del libro mayor.

d. Disposiciones adicionales: AML

80. Por último, cabe destacar que el *DLT Act* incorpora modificaciones en la *Anti-Money Laundering Act* que abarcan la prevención de lavado de activos en materia de DLT

⁹⁰ FMIA, Art. 25.

⁹¹ Código de Obligaciones Suizo, Art. 973f.

⁹² *Ibid.*

⁹³ *Ibid.*

trading facilities.⁹⁴ Las nuevas disposiciones incorporan a las *DLT trading facilities* como intermediarios financieros y como tales, están sujetas a las disposiciones que versan sobre la prohibición de lavado de activos.⁹⁵

2. *Japón*

<p>● Japón</p>
<ul style="list-style-type: none">● Regulador/es: Agencia de Servicios Financieros.● Normas Relevantes: Ley de Instrumentos Financieros y Cambio.● Principales Obligaciones:<ul style="list-style-type: none">○ Registro (Prevé excepciones),○ Divulgación de información (Prospecto de Emisión),○ Licencia para actuar como emisor e intermediario.

81. Caso similar al de Suiza, en Japón se realizaron modificaciones legislativas para regular a los STOs. Particularmente, la FIEA⁹⁶ y la Ley de Servicios de Pago (“PSA” por sus siglas en inglés)⁹⁷ se modificaron en 2019, en un intento de facilitar la formación de capital mientras protegen a los inversores.

i. Competencia de los reguladores

82. La FSA es la entidad responsable de garantizar la estabilidad del sistema financiero japonés. Sus funciones incluyen desde la protección de inversores hasta la supervisión de transacciones de valores, diseño de políticas financieras, inspección de instituciones privadas y vigilancia del mercado.

83. La jurisdicción de la FSA recae sobre *securities*. Con la modificación de la FIEA, se dispuso que los tokens serían considerados como *securities*, ergo sujetos a las normas de la FSA, si representan una clase convencional de activos financieros enumerados como *securities* de Tipo I con arreglo a la FIEA (como acciones y bonos) o una participación en un sistema de inversión colectiva.

⁹⁴ Anti-Money Act.

⁹⁵ Anti-Money Act, Art. 2.2 lit.

⁹⁶ FIEA.

⁹⁷ PSA.

ii. Escenario Legal

84. Como se adelantó, la norma más relevante publicada en Japón es la FIEA, que se aplica en su totalidad en todo el territorio nacional. Aunque consta de más de 200 artículos, muchos de ellos no son autoejecutables, por lo que su aplicación requiere reglamentación adicional, como mediante normas del gabinete y/o ministeriales. Los reglamentos ministeriales que regulan los ámbitos delegados por la ley deben ser aprobadas por el Consejo de ministros y firmadas por el ministro correspondiente y el primer ministro. Las normas ministeriales son firmadas y promulgadas por el ministro correspondiente (el ministro de finanzas en el caso de la Ley del Mercado de Valores) para establecer normas en ámbitos delegados por la ley o por las normas del gabinete.
85. Bajo la FIEA, los *securities* se diferencian en Tipo I y Tipo II.⁹⁸ Los Tipo I incluyen acciones y bonos, estrictamente regulados bajo la FIEA. Los Tipo II abarcan los *securities* de fondos. Los *securities token*, que representan acciones, bonos o participaciones de fondos en tokens, están regulados por FIEA como derechos transferibles registrados electrónicamente que se indican en los *securities*.

a. Activos Financieros Tipo I: FIEA Security Tokens

1. Obligaciones durante la Emisión

86. La FIEA requiere que los operadores comerciales de instrumentos financieros se registren de conformidad con el artículo 29 FIEA.⁹⁹
87. A su vez, la modificación a la FIEA establece un nuevo marco para la colocación privada de activos financieros convencionales (de Tipo I) mediante una *blockchain* o DLT, llamados *electronically recorded transferable rights* (“ERTR”). Los tokens que representen estos ERTR registrados podrán ser ofertados sin registro solo si se ofrecen en el mercado primario a: (i) inversores cualificados; (ii) menos de 50 inversores; (iii) inversores específicos; y (iv) para limitar las transferencias en el mercado secundario.¹⁰⁰

⁹⁸ FIEA, Arts. 2, 28-29.

⁹⁹ FIEA, Art. 29.

¹⁰⁰ FIEA, Arts. 2, 3.4.5, 23-23.4.

88. En general, para ofertar activos Tipo I, como un STO, se requiere una licencia de FIBO Tipo I, que representen una clase convencional de activos financieros y permita actuar como intermediario en la venta de tokens. En este caso, toda persona que actúe como corredor, agente o intermediario en relación con la compraventa de ERTR o la gestión de una oferta de ERTR en el curso de una actividad empresarial deberá registrarse como FIBO de tipo I con arreglo a la FIEA.¹⁰¹

2. Divulgación de la información

89. Los *securities* Tipo I están sujetos a requisitos de divulgación en el momento de su emisión (por ejemplo, documentos de registro, prospectos) y posteriormente (por ejemplo, informes trimestrales, informes extraordinarios).

90. Si el acto entra en la categoría de OPI o "Distribución Secundaria de Valores" y el valor total de emisión o el valor total de la distribución es igual o superior a 100 millones de yenes, las solicitudes de dichos valores no pueden tener lugar a menos que se presente una Declaración de Registro de Valores presentada al primer ministro, la cual debe contener la visión general de la empresa emisora, situación de los negocios y estados financieros.¹⁰²

91. Un emisor que efectúe una Declaración de Registro de Valores debe presentar un prospecto con la misma información contenida en la Declaración, que debe ser entregado al inversor con anterioridad a la ejecución de la transmisión.¹⁰³

3. Obligaciones durante la transmisión o venta

92. Habíamos aclarado antes que los tokens que representen estos *securities* electrónicamente registrados podrán ser ofertados sin registro solo si se ofrecen en el mercado primario a: (i) inversores cualificados; (ii) menos de 50 inversores; (iii) inversores específicos; y (iv) con restricciones tecnológicas en las transferencias en el mercado secundario. Dicha restricción (iii) implica que solo los inversor cualificado pueden adquirir los tokens o que un transferente solo puede transferir los tokens en su totalidad a un único cesionario "en bloc."¹⁰⁴ Una persona que visite el sitio web en el que se anuncia o informa de una STO podría ser considerado un cesionario de la STO,

¹⁰¹ FIEA, Art. 80.

¹⁰² FIEA, Art. 4.1.

¹⁰³ FIEA, Art. 13, 15.2.

¹⁰⁴ FIEA, Art. 33, 63.

y por lo tanto, en la práctica, será importante limitar las personas con acceso a cualquier sitio web de comercialización para garantizar que se cumplan las restricciones aplicables cuando se lleve a cabo una STO privada sin registro sitio web de comercialización para garantizar que se cumplan las restricciones aplicables cuando se lleve a cabo una STO privada sin registro.

93. Si entre los posibles inversores de las FIEA *securities tokens* se encuentran personas que no son ni inversores cualificados ni inversores elegibles/específicos, el emisor de los FIEA *securities tokens* deberá presentar una Declaración de Registro de Valores antes de la oferta, a menos que cumpla con condiciones para una exención de colocación privada.

b. Activos Tipo II: Participación en un sistema de inversión colectiva

1. Obligaciones durante la Emisión

94. Para emitir un activo de tipo II, la transacción debe ser gestionada por una entidad con licencia FIBO de Tipo II (que es menos regulada que las entidades con licencia FIBO de Tipo I)¹⁰⁵ o acogerse a la exención del artículo 63 de la FIEA si se limita a un grupo específico de inversores.¹⁰⁶

95. Asimismo, el emisor debe registrarse como Gestor de Inversiones o acogerse a la exención del artículo 63. Esta exención exime a los gestores de los requisitos de registro y de la licencia de distribución si entre los posibles inversores hay al menos un inversor cualificado y hasta 49 inversores elegibles que no sean inversor cualificado. De hecho, la exención del artículo 63 se ha utilizado ampliamente para la distribución de fondos privados en Japón.¹⁰⁷

96. Para auto-ofertar participaciones en organismos de inversión colectiva, los emisores deben estar registrados como operadores de empresas de instrumentos financieros de Tipo II (FIBO) en virtud de la FIEA. Este principio se aplica también a los STO, y los Emisores necesitan el registro de tipo II FIBO para ofrecer sus fichas de seguridad a los inversores por sí mismos, como regla general.¹⁰⁸

¹⁰⁵ FIEA, Art. 29 y 33.2.

¹⁰⁶ FIEA, Art. 63.

¹⁰⁷ *Ibid.*

¹⁰⁸ FIEA, Art. 29.

97. Los emisores también deben registrarse como gestores de inversiones si utilizan fondos principalmente para inversiones o derivados. Para ese registro, los Emisores deben establecer y mantener un régimen de personal y gobernanza suficiente para llevar a cabo adecuadamente esas actividades. Una vez registrados, están sujetos a la supervisión y presentación de documentos reglamentarios.¹⁰⁹

2. Obligaciones durante la Transferencia

98. Respecto de los activos de Tipo II, el tratamiento jurídico de los tokens que representan una participación en un organismo de inversión colectiva varía según si se aplican o no determinadas restricciones tecnológicas a la transferencia.¹¹⁰

99. Si existe una restricción tecnológica que haga que (i) los tokens sólo puedan transferirse a inversores cualificados o a determinados inversores experimentados y (ii) que cada transferencia de tokens requiera una oferta por parte del cedente y el consentimiento del emisor, entonces los tokens que representen una participación en un organismo de inversión colectiva se clasificarán como FIEA *securities token* y se regularán de la misma manera que los tokens que representan una clase convencional de activos financieros (Tipo I), como se ha explicado anteriormente.

100. Sin embargo, sin restricciones, los tokens no se clasificarán ni regularán como FIEA *securities token*, lo que significa que se pueden ofrecer y vender más fácilmente.¹¹¹

¹⁰⁹ FIEA, Art. 29.

¹¹⁰ FIEA, Art. 2.2.v.

¹¹¹ FIEA, Art. 28.

VI. Marcos Normativos Específicos

Resumen

Este apartado aborda las regulaciones innovadoras de STOs en tres jurisdicciones pioneras: Malasia, México y Taiwán. Cada una presenta enfoques distintos, pero se destaca un denominador común: la carga de obligaciones para las entidades jurídicas que comercializan securities con frecuencia.

En Malasia, la Comisión de Securities de Malasia (“SIC”) regula los STOs mediante la Orden 2019 – *Capital Markets and Services Order*. Las obligaciones incluyen el registro, la divulgación de información y la preparación de un prospecto de emisión. Además, se exige que los emisores sean compañías malasias con un capital mínimo desembolsado, y que la oferta se realice a través de una plataforma de *Initial Exchange Offering* (“IEO”). Además, se enfatiza la importancia de la innovación en el proyecto subyacente.

En México, la Comisión Nacional de Bancaria y Valores (“CNBV”) regula los STOs mediante el Decreto-Ley para regular las Instituciones Financieras Fintech (“Fintech Act”). Ésta exige que los emisores cuenten con aprobación previa para operar, por parte de la CNBV. Asimismo, se establecen dos tipos de Instituciones de Tecnología Financiera (“ITFs”): de Financiamiento Colectivo y de Financiamiento y Fondos de Pago Electrónico. Cada tipo tiene obligaciones específicas, incluyendo divulgación clara, evaluación de riesgos y limitación de inversión para diferentes tipos de inversores.

En Taiwán, la regulación de STOs la marcan la *Taiwan Stock Exchange* (“TSEC”) y la *Financial Supervisory Commission* (“FSC”), mediante la *Security and Exchange Act* y dos reglas específicas. Se definen dos tipos de tokens: "tokens dividendos" y "tokens deudarios". Solo las *Security Firms* autorizadas pueden operar estos tokens, y están sujetas a auditorías regulares y obligaciones de *know your customer* (“KYC”) o anti-lavado de dinero (“AML”). La venta está limitada por monto y requiere aprobación de la TSEC y FSC, con auditorías profesionales y opiniones sobre tecnología, finanzas y legalidad.

Aunque las regulaciones de STOs en Malasia, México y Taiwán muestran similitudes en la necesidad de divulgación transparente, evaluación de riesgos y requisitos de registro, las diferencias notables reflejan las distintas prioridades. Malasia destaca la importancia de la innovación y facilita las transacciones de STOs. México decidió imponer más requisitos regulatorios, sobre todo a las ITFs. Taiwan se destaca por su enfoque específico en los tipos de tokens y las estrictas obligaciones para las *Security Firms*, que deben someterse a auditorías regulares y cumplir con rigurosos controles de seguridad.

1. Malasia



Malasia

- **Regulador/es:** Comisión de Securities de Malasia (“SIC”).
- **Normas Relevantes:** Orden 2019 – Capital Markets and Services Order.
- Principales Obligaciones:
 - Registro (Prevé excepciones),
 - Divulgación de información y Prospecto de Emisión.

i. Competencia del Regulador

101. En Malasia, la *Securities Commission* (“SIC”), establecida en marzo de 1993 bajo la *Securities Commission Act* (“SCA”), es la agencia facultada para regular el mercado de valores, y se encuentra facultada a emitir órdenes, decretos ministeriales, y leyes a tales fines.¹¹²
102. A los fines de regular los STO en este país, el Poder Ejecutivo decidió emitir el decreto titulado “*Capital Markets and Services (prescription of securities) (digital currency and digital token) Order 2019*” (Decreto de 2019).¹¹³ Posteriormente, en 2020, la SIC emitió una *Guideline on Digital Assets*, conforme a la sección 377 de la *Capital Markets and Services Act (2007)* (Guía sobre Activos Digitales).¹¹⁴
103. El Decreto de 2019 establece ciertas definiciones sobre activos digitales. Define específicamente que se considera un Token Digital, que es aquel que representa un activo digital almacenado en algún tipo de DLT.¹¹⁵
104. Por su parte, la Guía sobre Activos Digitales establece disposiciones aplicables a este tipo de activos en específico. Por ejemplo, regula a las *Initial Exchange Offering* (“IEO”), una oferta de tokens digitales emitida un emisor autorizado por el gobierno Malasiano, a través de una plataforma electrónica.¹¹⁶ Asimismo, contiene

¹¹² SCA.

¹¹³ Capital Markets Order.

¹¹⁴ Digital Assets Guidelines.

¹¹⁵ Capital Markets Order, pp.1-2.

¹¹⁶ Digital Assets Guidelines, pp. 4-5, Capítulo 4.

disposiciones aplicables a los operadores IEO, aquellos operadores registrados para explotar una plataforma IEO.¹¹⁷

105. La Guía sobre Activos Digitales también define lo que interpreta la SIC como token digital: una representación registrada en una DLT que refleja un derecho o interés en un acuerdo.¹¹⁸ Asimismo, dispone que los tokens digitales representan *securities* cuando: (i) se recibe el token digital a cambio de una contraprestación; (ii) los ingresos provienen de la contribución de la persona; (iii) los ingresos se generan por la adquisición, tenencia, gestión o enajenación de bienes o actividades empresariales; (iv) se espera un rendimiento de la negociación o reembolso del token digital; (v) la persona no tiene control diario de la gestión del acuerdo; y (vi) el token no está respaldado por entidades gubernamentales o bancos centrales según la Comisión.

106. Esta definición aplica también para los *security tokens*, debido a la amplitud de esta y la falta de objeción legislativa. La *Capital Markets Order* y sus posteriores adaptaciones, le otorga a la SIC potestad discrecional para poder hacer ejecución y guías obligatorias a seguir, por lo que la expansión del marco legal abarcaría las características especiales de los *securities tokens*.¹¹⁹

ii. Escenario Legal

a. Obligaciones antes de la Emisión

1. Deberes del Emisor

107. La Guía sobre Activos Digitales dispone que el emisor debe ser una compañía incorporada en Malasia, con su principal actividad en el país, un capital mínimo desembolsado de 500,000 RM y al menos dos directores residentes en Malasia.¹²⁰

108. Asimismo, se detallan las obligaciones del emisor, que incluyen cumplir con los requisitos de las Guías, asegurar el cumplimiento de los requisitos mínimos de capital, notificar cualquier incumplimiento de la IEO y a la SIC cualquier incumplimiento a la ley, presentar declaraciones de idoneidad y honorabilidad.

¹¹⁷ *Ibid*, p.5, Capítulo 4; p.10, Capítulo 7.

¹¹⁸ Digital Assets Guidelines, p.4, Capítulo 4.

¹¹⁹ Capital Markets Order, En su edición 1995, 2000, 2007 y 2017.

¹²⁰ Digital Assets Guidelines, §§6.02-6.03, p.8.

109. Por último, la Guía sobre Activos Digitales requieren por lo menos dos directores de la sociedad establecida que sean nacionales de Malasia.¹²¹

2. Propósito de negocio: valor del proyecto subyacente al Security Token

110. El Emisor solo puede realizar una oferta de tokens digitales a través de una plataforma IEO aprobada por el gobierno de Malasia.¹²² La solicitud debe ser presentada al operador de IEO y debe incluir una declaración de idoneidad de los miembros del Consejo de Administración, así como el *Whitepaper* con determinada información.¹²³

111. Por otro lado, se añade un requisito distintivo que debe cumplirse en la solicitud del Emisor del token digital al operador de la IEO: el emisor también deberá demostrar al operador que el negocio o proyecto subyacente del token digital proporciona una solución innovadora o una propuesta de *security* digital significativa para Malasia, no excediendo el monto máximo de RM 100.000.000 por oferta.¹²⁴

112. De conformidad con la Guía, una oferta de token digital proporciona una solución innovadora o una propuesta de *security* digital si, entre otros, el proyecto del token digital: (i) proporciona una solución o aborda una necesidad o problema existente en el mercado; o (ii) mejora la eficiencia de un proceso o servicio existente llevado a cabo por el Emisor o la industria, mediante la aplicación de DLT.¹²⁵

3. Whitepaper: Divulgación de Información

113. La Guía sobre Activos Digitales introduce la necesidad de presentar un *Whitepaper* o documento y divulgación por parte del Emisor, que hace a la transparencia de las operaciones. Así, un Emisor no debe ofrecer un token digital a ninguna persona a menos que la oferta también esté acompañada de un documento de divulgación que haya sido aprobado por el operador de la IEO.¹²⁶ Una copia del

¹²¹ *Ibid*, §§6.05-6.06, p.8, Capítulo 6.

¹²² *Ibid*, §7.03, p.10, Capítulo 7.

¹²³ *Ibid*, §§8.01-8.05, p.11-12, Capítulo 8.

¹²⁴ *Ibid*, §§7.04, p.10, Capítulo 7; 19.01-19.00, p.36-37, Capítulo 19.

¹²⁵ *Ibid*, §§7.04, p.10, Capítulo 7.

¹²⁶ *Ibid*, §§8.01-8.05, p.11-12, Capítulo 8.

Whitepaper que haya sido facilitado al operador de la OEI debe ser también a la SIC de la manera y forma que ésta especifique.¹²⁷

114. En concreto, el *Whitepaper* debe contener información que permita a un inversor realizar una evaluación informada del token digital antes de suscribirlo, incluyendo, pero no limitándose a: (i) una breve descripción de la empresa; (ii) el objetivo o propósito de la oferta de tokens digitales, incluyendo información detallada sobre el negocio o proyecto subyacente que será gestionado y explotado por el Emisor; (iii) las características del token; (iv) el plan de negocios del Emisor; (v) la cantidad que se pretende recaudar a través de la oferta de tokens, y el uso y aplicación de los fondos; (vi) los derechos, condiciones y funciones asociados a los tokens, entre otros.¹²⁸

b. Obligaciones durante la Transmisión

1. Deberes del Operador IEO

115. Por último, en la Guía sobre Activos Digitales se indica que para que una persona pueda explotar una plataforma IEO, debe estar registrada como tal ante la SIC y cumplir con sus normas.¹²⁹ Cuando la persona también desee facilitar la negociación de activos digitales en su plataforma, también debe estar registrada como operador DAX en virtud de las Directrices sobre Mercado Reconocido.¹³⁰
116. Un operador de IEO debe ser una empresa constituida localmente a menos que la SIC especifique lo contrario. Respecto de los requisitos financieros, se estipula que los operadores de IEO deben tener un capital mínimo desembolsado de RM5.000.000.¹³¹
117. La Guía sobre Activos Digitales ha determinado una serie de obligaciones que el operador IEO tiene el deber de cumplir en dicho rol, incluyendo (i) verificar prácticas éticas, (ii) evaluar críticamente el cumplimiento de las Guías, (iii) comprender los tokens digitales, (iv) evaluar el *Whitepaper* del emisor. La aprobación del *Whitepaper* debe garantizar la imparcialidad, exactitud y claridad de la información.¹³²

¹²⁷ *Ibid*, §8.05, p.12, Capítulo 8.

¹²⁸ *Ibid*, §8.03, p.11-12, Capítulo 8.

¹²⁹ *Ibid*, §§9.01-9.08, p.13-14, Capítulo 9; §§13.01-13.08, p.19, Capítulo 13, seguidas por las *Guidelines on Recognized Market*.

¹³⁰ *Ibid*, §13.02, p.19, Capítulo 13.

¹³¹ *Ibid*, §14.01, p.20, Capítulo 14.

¹³² *Ibid*, §§17.01-17.05, pp.23-28, Capítulo 17.

2. México



México

- **Regulador/es:** Comisión Nacional de Bancaria y Valores (“CNBV”).
- **Normas Relevantes:** Decreto-Ley para regular las Instituciones Financieras Fintech (Fintech Act).
- Principales Obligaciones:
 - Registro de ITFs y Criptoactivos (Prevé excepciones)
 - Divulgación de información y Prospecto de Emisión con Initial Exchange Offerings

i. Competencia del Regulador

118. En el lapso entre 2018 y 2021, los Estados Unidos Mexicanos han experimentado una transformación significativa en su panorama financiero gracias a la implementación de la Fintech Act. Siguiendo el ejemplo de Malasia, este marco regulatorio ha establecido nuevas normativas especialmente dirigidas a los comerciantes de criptoactivos. Este cambio se gestó a raíz del auge inicial en 2015, cuando México, ubicado estratégicamente cerca de los Estados Unidos, se vio confrontado con la necesidad de desarrollar regulaciones específicas para estos activos, que requerían un análisis más profundo que el proporcionado por las leyes de valores existentes.

119. La *Fintech Act* de México, detalladamente articulada, se enfoca, entre otras cosas, en dos categorías principales de Instituciones de Tecnología Financiera (“ITF”): Financiamiento Colectivo y Fondos de Pago Electrónico.¹³³ En el ámbito del Financiamiento Colectivo, los emisores enfrentan una serie de obligaciones, desde establecer criterios de selección claros hasta compartir riesgos con los inversionistas. Por otro lado, los Fondos de Pago Electrónico abarcan empresas que gestionan fondos electrónicos, sin definirlos explícitamente, pero proporcionando una lista de actividades relacionadas.

120. Este marco legal, meticulosamente diseñado, busca equilibrar la innovación financiera con la protección del inversor, delineando pautas estrictas para las ofertas

¹³³ Fintech Act.

y las obligaciones de los emisores. En este contexto, la *Fintech Act* de México se presenta como una respuesta legislativa perspicaz y proactiva a los desafíos emergentes en el mundo de los activos virtuales.¹³⁴

ii. Escenario Legal

121. Luego del primer boom de criptoactivos en 2015, y siendo uno de los principales puntos más cercanos en geografía a los Estados Unidos de América, México se vio en la disyuntiva de crear regulación para este tipo de bienes, que requerían un análisis más extenso al que se les otorgaba en las leyes existentes de valores. Para eso, esta ley hizo un énfasis especial en lo que consideró como ITFs de primer o segunda categoría y Grupos empresariales: la *Fintech Act*.¹³⁵

122. Existen, según esta normativa, dos tipos de ITF: de Financiamiento Colectivo y de Financiamiento y Fondos de Pago electrónico.¹³⁶ En el caso de Financiamiento Colectivo, el Emisor debe establecer criterios claros de selección de solicitantes y proyectos, informar de manera sencilla sobre los riesgos, obtener constancia del conocimiento de riesgos por parte de los inversionistas, proporcionar información relevante sobre las operaciones realizadas y entregar recursos a los solicitantes seleccionados. Además, deben compartir riesgos con los inversionistas, contar con mecanismos para segregar operaciones y cumplir otras obligaciones establecidas por la ley.¹³⁷

123. En cuanto a Fondos de Pago Electrónico, son aquellas empresas que, de manera habitual y profesional, ofrecen y trabajan sobre la emisión, administración, redención y transmisión de “fondos de pago electrónico” a través de aplicaciones informáticas, interfaces, páginas de internet o cualquier otro medio de comunicación electrónica o digital.¹³⁸ La ley no define cuales son estos fondos de pago electrónico, pero ofrece una lista no exhaustiva de actividades a las que ampararse al hablar de este tipo de fondos y de que situaciones se considerarían como tal.¹³⁹

¹³⁴ Ver Apartado ii.

¹³⁵ *Fintech Act*.

¹³⁶ *Ibid*, Arts. 15, 22.

¹³⁷ *Ibid*, Art. 16.

¹³⁸ *Ibid*, Art. 22.

¹³⁹ *Ibid*.

a. Obligaciones antes de la Emisión

1. Requisitos de la Oferta

124. Las eventuales ofertas que se realicen deben ser aceptadas previamente por la CNBV, con acuerdo del Comité interinstitucional. No existe límite o tipo valorativo dentro del marco normativo, debido a que la normativa está enfocada en aquellas instituciones ITF mencionadas *ut supra*, y en denominaciones de Valores y Activos Virtuales. La primera fue definida como “*las acciones, partes sociales, obligaciones, bonos, títulos opcionales, certificados, pagarés, letras de cambio [...], que se emitan en serie o en masa y representen el capital social de una persona moral o una parte de este [...]*”.¹⁴⁰

125. En cuanto a la segunda, los Activos virtuales en este caso, encuentran su definición en la ley y en la determinación del Banco Nacional de México,¹⁴¹ determinando su definición de manera muy parecida,¹⁴² estableciendo que un Activo Digital es la representación de valor registrada electrónicamente y utilizada entre el público como medio de pago para todo tipo de actos jurídicos y cuya transferencia únicamente puede llevarse a cabo a través de medios electrónicos.¹⁴³

2. Obligaciones del Emisor

126. Los emisores y ITFs poseen obligaciones según la Fintech Act, que pueden ser resumidas como dar a conocer la totalidad de los proyectos, sus riesgos, sus desempeños, buscar la formalización de las transacciones monetarias (Buscando que se cumplan los requisitos de la CNBV), entregar los recursos a los inversionistas incluso si estos deciden retirarse de la inversión, no modificar los términos de financiamiento,¹⁴⁴ y contar con los mecanismos para distinguir las operaciones inequívocamente.¹⁴⁵

127. Es así como veríamos que esta ley podría enmarcarse también bajo la clasificación y caracterización de los *security tokens* como “Activos Virtuales”. Ambas, según el

¹⁴⁰ *Ibid*, Art. 4, §XXIII.

¹⁴¹ *Ibid*, Art. 30; Banxico

¹⁴² La definición de Banxico hace especial alusión a Criptomonedas.

¹⁴³ Fintech Act, Art 18.

¹⁴⁴ De Acuerdo con una gran porción de doctrina de Contratos internacionales de compra y venta de bienes, esta normativa mexicana adopta cuestiones amparadas bajo convenios internacionales como la CISG, y sus Advisory Council’s Commentary No. 13.

¹⁴⁵ Fintech Act, Art. 18, §§I-X

Art. 12 de la ley, deben poseer ciertas registraciones y denominaciones dependiendo el tipo de ITF del que se hable.¹⁴⁶ Los Arts. 19 y 25 hablan en similares en cuanto a estas obligaciones registrales a cumplir, las cuales incluyen, por ejemplo, la registración bajo la CNBV y la adecuada facilitación de información registral a los clientes, la constitución de depósitos en entidades financieras autorizadas por la misma autoridad y la realización de operaciones con activos virtuales.¹⁴⁷

b. Obligaciones en caso de transmisión/venta

128. A diferencia de Malasia, no existe límite a la inversión en dinero en este tipo de instrumentos, pero si existe obligaciones, en el caso del tipo empresarial, a que si se realizan a título de inversión extranjera (FDI), se realicen a través de las ITF de Financiamiento colectivo, debido a su amplio poder de rastreo y obligaciones mencionadas anteriormente.

3. Taiwan

 Taiwan
<ul style="list-style-type: none">• Regulador/es: Taiwan Stock Exchange (“TSEC”) & Financial Supervisory Commission.• Normas Relevantes: Security and Exchange Act, Taipei Exchange Rules Governing the Operation by Securities Firms of the Business of Proprietary Trading of Security Tokens y Taipei Exchange Rules Governing Information to Be Published in Prospectuses for Applications for Security Token Offerings for Over-the-Counter Trading.• Principales Obligaciones:<ul style="list-style-type: none">○ Regulación para instituciones, regulación escueta para trading no OTC (Prevé excepciones).○ Define STO y <i>security tokens</i>.

¹⁴⁶ *Ibid*, Art. 12.

¹⁴⁷ *Ibid*, Arts. 19, 25.

i. Competencia del Regulador

129. En un contexto global marcado por la pandemia desde 2020, Taiwán ha emprendido un ambicioso camino hacia la regulación específica de Security Tokens, reconociendo la creciente importancia de las plataformas de trading en este ámbito. Ante la imposibilidad de adaptar su marco jurídico existente, el país asiático, tomando inspiración de México, ha delineado dos cuerpos normativos cruciales bajo la Securities and Exchange Act. La "*Taipei Exchange Rules Governing the Operation by Securities Firms of the Business of Proprietary Trading of Security Tokens*" ("TERGOST")¹⁴⁸ y la "*Taipei Exchange Rules Governing Information to Be Published in Prospectuses for Applications for Security Token Offerings for Over-the-Counter Trading*"¹⁴⁹ han surgido como pilares regulatorios para los STOs, definiendo requisitos y obligaciones tanto para emisores como para plataformas.

130. Bajo la TERGOST, los STOs se centran en dos categorías específicas de tokens: "tokens dividendos", que otorgan al poseedor el derecho a reclamar dividendos, y "tokens deudarios", que implican la maduración de ciertos bienes antes de poder reclamar ganancias.¹⁵⁰ Estos tokens, adquiridos a través de plataformas autorizadas por la TSEC y la FSC, imponen responsabilidades significativas a los emisores, desde auditorías internas regulares hasta estrictos controles AML y de KYC.

ii. Escenario Legal

131. La TSEC, bajo la responsabilidad otorgada por la *Securities and Exchange Act*,¹⁵¹ formuló dos cuerpos normativos a regular los STOs en sí: la TERGOST y TERGIP.

a. Obligaciones antes de la Emisión

1. Requisitos de la Offering

132. La TERGOST regula los *Security Tokens*, emisiones, requisitos de los emisores y definiciones de plataformas que realicen estas actividades. Esta ley aplica solo a las *Security Tokens* y toma la definición de la ley madre de *Securities & Exchange Act*,

¹⁴⁸ TERGOST.

¹⁴⁹ TERGIP.

¹⁵⁰ TERGOST, Art. 25

¹⁵¹ SEA.

amendada en 2020, que define a las Seguridades como Bonos Gubernamentales, Acciones, Bonos Corporativos, y cualquier otro bono aprobado por la TSEC.¹⁵²

133. La TERGOST por su parte, recorta la definición a “tokens dividendos” que implican la potestad del poseedor de reclamar dividendos sobre el bien tokenizado, y los “tokenes deudarios” (Debt tokens), que implican la maduración de cierto bien antes de poder reclamar su ganancia.¹⁵³ Esta maduración puede verse reflejada en la concertación de un Contrato comercial, en la fijación por parte de las partes en un contrato posterior a su celebración o incluso a cierto punto a lo largo del tiempo.

134. Estos tokens serán propiedad del que adquiera su titularidad a través de las plataformas autorizadas previamente por la TSEC y la FSC.¹⁵⁴

2. Obligaciones del Emisor

135. De acuerdo con la TERGOST, Las *Security Firms* son aquellas personas jurídicas (únicamente) autorizadas por la FSC, que fueron establecidas a través de la “*Company Act of the Republic of China (Taiwan)*”, dejando de lado empresas cotizando en TWSE, TPEX y empresas de acciones simplificadas.¹⁵⁵

136. Las *security firms* deberán luego cumplir con los Arts. 9 y 10, que establecen la necesidad de tener auditorías internas cada dos años de acuerdo con los estándares ISACA y CISA.¹⁵⁶ Asimismo, deberán estas firmas someterse a auditorías aleatorias y entregar sus resultados a las autoridades pertinentes.

137. También las empresas deberen tener sistemas de KYC y AML, en la búsqueda de preservar el capital dentro de Taiwan y no escapando a países limítrofes o que funden el terrorismo.¹⁵⁷

b. Obligaciones en caso de transmisión/venta

138. En caso de venta, el monto no puede superar los NT\$300.000 (Por persona física, por inversión) o NT\$30 Millones (El máximo que se puede ofrecer en la plataforma donde se intercambien o vendan los *security tokens*).¹⁵⁸ Al concretar la venta, se

¹⁵² *Ibid*, Art. 6.

¹⁵³ TERGOST, Art. 25.

¹⁵⁴ FSC.

¹⁵⁵ TERGOST, Art. 3.

¹⁵⁶ *Ibid*, Arts. 9-10.

¹⁵⁷ *Ibid*, Arts. 7, 8, 11, 21, 27.

¹⁵⁸ *Ibid*, Arts. 31-36.

iniciará un proceso administrativo en la cual la compañía emisora deberá presentar el Anexo III de la ley frente a la TSEC y FSC para su aprobación, una opinión profesional tecnológica sobre el proceso de la STO, una opinión profesional financiera sobre el precio el cual se ofrece, y una opinión profesional Legal sobre la legalidad de lo que se ofrece.¹⁵⁹

139. Teniendo las opiniones requeridas, las autoridades luego aceptan o rechazan todas las operaciones en un plazo de hasta 48 hs.¹⁶⁰

¹⁵⁹ *Ibid*, Art. 26.

¹⁶⁰ *Ibid*.

VII. Marcos Regulatorios Laxos

Resumen

Este tercer apartado identifica 5 jurisdicciones clave: Estados Unidos, Canadá, Brasil, Inglaterra y Francia. En ellas, las autoridades decidieron extender su legislación vigente en materia de mercado de capitales para regular a los STOs, en lugar de modificarla o promulgar nueva o específica en la materia.

En primer lugar, se menciona quienes son las autoridades reguladoras en cada país y en base a qué criterios decidieron atribuirse competencia sobre los STOs. En segundo lugar, se ilustran las principales características de las leyes aplicables a los STOs, principalmente de mercado de capitales, y las obligaciones que surgen de ellas para los diferentes actores involucrados en las transacciones de STOs – a saber, los Emisores, las plataformas, los inversionistas, y posibles terceros que adquieran el security token – en tres momentos determinantes (i) la emisión, (ii) la custodia y (iii) la transferencia o venta.

Como los STOs representan la tokenización de un activo físico, una deuda, o un *equity*, no es claro cuál sería el regulador que tendría la competencia sobre ellos. Ante ello, ciertos países decidieron atribuir a sus correspondientes agencias del mercado de capitales la autoridad para regular a los STOs, sobre la base de considerar a estos instrumentos como un security sujeto a su escrutinio, conforme a diferentes tests diseñados por la jurisprudencia, o criterios incorporados en la normativa. Entre los criterios jurisprudenciales más importantes cabe destacar al Test de Howey diseñado por la Corte Suprema de Estados Unidos.

En cuanto a las obligaciones, observamos que casi todas las jurisdicciones prevén una obligación de registro para los emisores, más no para las plataformas. Asimismo, se exige que se divulgue determinada información acerca del instrumento que se oferta en el prospecto de emisión, y que se realicen informes periódicos (generalmente semestrales y anuales) a las comisiones de valores. Finalmente, otras obligaciones en común que se identifican son la de custodia de los activos, así como la del período de bloqueo entre la fecha de la compra y una posible venta del STO.

1. Estados Unidos



Estados Unidos

- **Regulador/es:** *Securities and Exchange Commission* (SEC), agencias de mercado de capitales estatales.
- **Normas Relevantes:** *Securities Act* de 1933, *Exchange Act* de 1934, reglas de la SEC, leyes de valores estatales, normas de prevención y control de lavado de activos y del financiamiento del terrorismo.
- **Principales Obligaciones:**
 - Registro (Prevé excepciones)
 - Divulgación de información (Prospecto de Emisión)
 - Reportes Periódicos
 - Custodia
 - Período de Bloqueo

i. Competencia de los Reguladores

140. En Estados Unidos, los STOs son considerados contratos financieros y, por tanto, *securities* están sujetos a la regulación de las autoridades estatales y federales. A nivel estatal, la competencia recae en agencias con jurisdicción sobre *securities*, limitada a transacciones dentro del estado o relacionadas con inversores domiciliados en éste. A nivel federal, la SEC regula el mercado de *securities* según la Ley de Mercado de Valores de 1934.¹⁶¹

141. La Ley de Valores de 1933 (*Securities Act*) y la Ley de Mercado de Valores de 1934 (*Exchange Act*) definen a los “*security*,” como “contratos de inversiones.”¹⁶² Sin embargo, el qué es un contrato de inversión no es una pregunta sencilla de responder, dadas las complejidades de los negocios financieros en la actualidad, y ello generó muchas dificultades en la práctica para catalogar si ciertos instrumentos, como los STOs, ICOs u otros activos digitales, están o no sometidos al escrutinio de la SEC.

142. La respuesta la trae el *Test de Howey*, establecido por la Corte Suprema en 1946, que determina si un instrumento financiero es un *security*. Se requiere que exista: (i) una inversión de dinero (ii) que fue realizada en una empresa común (iii) teniendo una expectativa razonable de obtener cierto beneficio o rendimiento (iv) derivado del esfuerzo de un tercero.¹⁶³

¹⁶¹ 15 U.S.C. § 78c(b).

¹⁶² 15 U.S.C. § 77b(a)(1) y 15 U.S.C. § 78c(a)(10), respectivamente.

¹⁶³ *SEC v. Howey*

143. El significado de muchos de estos requisitos ha sido refinado por los tribunales, pero no de manera uniforme. Por ejemplo, inversión de dinero: incluye efectivo, bienes y servicios, o incluso beneficios fiscales.¹⁶⁴ La “empresa común” ha llevado a debates sobre comunalidad horizontal o vertical entre.¹⁶⁵ La “comunalidad horizontal” suelen ser exigida por los tribunales federales, que consideran que debe darse que las inversiones de cada inversor estén vinculadas entre sí, en el sentido de que dependan de la rentabilidad o éxito de la empresa, y en base a ella existe un reparto proporcional de beneficios.¹⁶⁶ La “comunalidad vertical” se enfoca en la relación entre la empresa, o quien la administra, y los inversores. No se hace énfasis en que exista un reparto de dividendos, o que los inversores ganen o pierdan como resultado de su inversión en esa entidad, sino que se hace foco en que exista un nexo entre el dinero de los inversores y la rentabilidad entidad, y que esas inversiones no estén sujetas a otro factor.¹⁶⁷ Finalmente la “expectativa de obtener beneficios” implica apreciación del capital del inversor como resultado de una inversión inicial.¹⁶⁸
144. El *Test de Howey* es crucial y la SEC lo utiliza para evaluar si activos digitales, como criptomonedas o tokens, son *securities* y, en consecuencia, debieran cumplir con las normas de mercado de valores estadounidenses. Evidencia de ello puede encontrarse en *enforcement actions* que la SEC emite contra empresas que no registran instrumentos cuando si debieran hacerlo, así como en reportes o documentos que la agencia pública a título informativo.
145. En 2017, la SEC generó controversia con el Reporte DAO, utilizando el Test de Howey para evaluar tokens. Según el análisis de la SEC en dicho reporte, si los tokens cumplen con elementos de *Howey*, son considerados contratos de inversión o securities. Esto se basa en la inversión en una "empresa común" en una *blockchain*, dependiente de un tercero. No obstante, la SEC aclaró que no todos los tokens son iguales, destacando la importancia del análisis individual del caso.¹⁶⁹ En 2019, la SEC emitió una Guía sobre activos digitales, abordando el debate en torno al elemento (iii)

¹⁶⁴ GODELLAS; *SEC v. Shavers*; *AFFCO v. Proskauer*; *Uselton v Lovelace*.

¹⁶⁵ *SEC v. Reese*.

¹⁶⁶ SEC 2023d; *Revak v. SEC*; *Hart v. Pulte Homes*; *Salcer Case*.

¹⁶⁷ GODELLAS; *SEC v. Koscot*; *Villeneuve Case*.

¹⁶⁸ GODELLAS; *Aldrich v. McCulloch*; *Cameron v. Outdoor Resorts*; *UHF v. Forman*.

¹⁶⁹ SEC 2023a ; PASSARELLA; JONES/KULERMAN/TRAURIG ; SEC 2017.

del Test de Howey.¹⁷⁰ Al día de hoy, la SEC no publicó ninguna guía con respecto a STOs.

ii. Escenario Legal

146. En Estados Unidos, el marco legal aplicable a los STOs no es uniforme, sino más bien compuesto por leyes federales, decisiones de reguladores y precedentes judiciales. La SEC aclaró en 2017 que no modificaría las reglas existentes, aplicando la ley vigente a activos que cumplan con los criterios de sentados de Howey.¹⁷¹

147. Así, Emisores e inversores de STOs deben cumplir con la Securities Act y la Exchange Act, así como con las "blue sky laws" estatales.¹⁷² Éstas últimas pueden exigir requisitos adicionales a los de la legislación federal, pero hasta cierto punto: únicamente con respecto a la oferta y venta de un security dentro del territorio de cierto Estado, o a inversores domiciliados en dicho territorio.¹⁷³

148. Lo cierto es que existe una disonancia entre la jurisdicción de la SEC y la de los distintos estados, ambos ávidos por aplicar sus leyes a los STOs, y ello puede aumentar costos de transacción en muchos negocios.¹⁷⁴ El Congreso estadounidense intentó saldar este "conflicto" de competencias con la aprobación de la House Rule 3005 que crea la *National Securities Markets Improvement Act* ("NSMIA") y atribuye jurisdicción exclusiva a las agencias federales sobre ciertas securities (*covered securities*) que trabajan en el país.¹⁷⁵ Sin embargo, en lo que respecta a los STOs y demás transacciones en una *blockchain*, no es claro ni hay consenso que sean considerados *covered securities* sujetas solo a la ley federal.

149. En EE. UU., las plataformas de STOs a menudo se registran como "*money-transmission services*" en lugar de "*exchanges*", escapando de la jurisdicción de la

¹⁷⁰ SEC 2023d.

¹⁷¹ SEC 2017.

¹⁷² *Hall v. Jones*. El término "*blue sky law*" surge de la opinión del juez Joseph McKenna en *Hall v. Geiger-Jones Co.* (1917), que lo utilizó como para expresar su preocupación por los inversores expuestos a estrategias de negocios especulativas que "no tenían sustento alguno ni en kilómetros de cielo azul" (traducción propia). Con precisión, el juez McKenna manifestó: "*The name that is given to the law indicates the evil at which it is aimed, that is, to use the language of a cited case, 'speculative schemes which have no more basis than so many feet of blue sky'; or, as stated by counsel in another case, 'to stop the sale of stock in fly-by-night concerns, visionary oil wells, distant gold mines and other like fraudulent exploitations'.*"

¹⁷³ SEC 2023b; SEC 2023c.

¹⁷⁴ CAMPBELL

¹⁷⁵ H.R. 3005.

SEC. Ejemplo de esto es Wyoming, que en 2019 aprobó el *Digital Assets Statute*, considerando los activos digitales como sujetos a las normas de derecho de propiedad según su *Uniform Commercial Code*.¹⁷⁶

a. Obligaciones

1. Antes de la Emisión

A. Registro ante el Regulador

150. Uno de los principales deberes para todo actor que pretenda ingresar al régimen de oferta pública de Estados Unidos es el de registrarse ante la SEC, tanto si pretende ofrecer acciones como deuda. El incumplir con este deber expone al Emisor a penalidades o a quedar expuesto a litigios.¹⁷⁷ Los STOs, respaldados por *equity*, deuda o activos físicos, deben enfrentar estos estrictos requisitos de registro, haciéndolos más difíciles de emitir que los ICOs.¹⁷⁸

151. Existen excepciones al registro según las Reglas D, S, A o de Crowdfunding (CF) de la SEC, detalladas en la Tabla II del Anexo II.

152. Al igual que la ley federal, muchas *blue sky laws* requieren a los Emisores de *securities* registrarse ante el regulador de mercado de capitales correspondiente en la jurisdicción. Ello incrementa los costos de transacción del negocio ya que el STO debe registrarse tanto ante la SEC como ante la agencia estatal que corresponda.¹⁷⁹

B. Divulgación de Información

153. Para ofertas públicas de *securities*, la SEC exige el Formulario S-1, que consta de información obligatoria en el prospecto y detalles adicionales sobre la emisión.¹⁸⁰ El prospecto debe incluir información sobre las operaciones del Emisor, destino de ingresos, descripción de activos y situación financiera. Información suplementaria como gastos de emisión y estados contables puede ser modificada posteriormente, a partir de la presentación de otros formularios ante la SEC, ya sea antes o después de que se realice la oferta pública.¹⁸¹

¹⁷⁶ Wyo-Stat.

¹⁷⁷ 15 U.S.C. § 77e.

¹⁷⁸ DELL'ERBA; COMBEN.

¹⁷⁹ CAMPBELL.

¹⁸⁰ SEC 2023e

¹⁸¹ *Ibid*, p. 6; EDGAR.

154. Cabe destacar que, en Estados Unidos, el requisito de divulgación se aplica a los Emisores de STOs en su calidad de “*exchanges*,” esto es, empresas que ofrecen activos que son considerados como *securities*.¹⁸² Sin embargo, muchas de las plataformas oferentes de STOs no están registradas como tales, sino como “*money-transmission services*,” y, en dicho caso, les aplica otro marco normativo. Por ejemplo, algunos estados los eximen de cumplir con estas obligaciones de divulgación.¹⁸³

2. Periódicas

a. Presentación de Reportes Periódicos

155. Una vez que la SEC revisó lo presentado por el Emisor, ponderó si ello cumple con la Regla S-K – que describe de qué manera los interesados en registrarse deben informar en sus declaraciones de registro ciertos aspectos cualitativos importantes de su empresa – y declaró efectiva a la oferta pública, el Emisor queda sujeto a las normas de la *Securities and Exchange Act* de 1933 y 1934, respectivamente, que, entre otras cosas, requieren de la presentación de ciertos informes regulares (Formulario 8-K), trimestrales (Formulario 10-Q), y anuales (Formulario 10-K), según sea el caso.¹⁸⁴

3. Deber de custodia

156. Conforme a la Sección 206(4)-2 de la *Investment Advisers Act*, los Asesores de Inversión tienen un deber de custodiar los activos de sus clientes que se encuentren en su poder, así como de aplicar ciertos controles para protegerlos contra la “pérdida, uso indebido, apropiación indebida, o reveses por el accionar de los asesores” (traducción propia del inglés).¹⁸⁵ No cumplir es considerado un acto fraudulento y puede resultar en multas multimillonarias. Como consecuencia, si por ejemplo una persona recomienda comprar o vender un *security*, como un STO, bajo la norma norteamericana, a cambio de dinero, tiene que cumplir con este deber.

157. Hay debate sobre si el deber de custodia aplica a criptoactivos y hasta qué punto se extiende a los STOs, sin claridad al respecto.¹⁸⁶

¹⁸² 15 U.S.C. § 78c(a)(1).

¹⁸³ PASSARELLA.

¹⁸⁴ LOEV/GILLIES


¹⁸⁵ 17 C.F.R. § 275.206(4)-2; SCHAEFER.

¹⁸⁶ SCHAEFER.

4. Al momento de transmitir o vender el STO

158. Reguladores estatales pueden imponer períodos de bloqueo para inversores que compran STOs en una oferta primaria. En EE. UU., el período de bloqueo va de 6 a 12 meses, sin bloqueo para inversores acreditados.¹⁸⁷

2. Canadá

 Canadá
<ul style="list-style-type: none">• Regulador/es: agencias reguladoras del mercado de valores de cada provincia y territorio, <i>Canadian Securities Administrators</i> (CSA).• Normas Relevantes: leyes de valores provinciales, directrices y <i>National Instruments</i> de la CSA.• Principales Obligaciones:<ul style="list-style-type: none">○ Registro (Prevé excepciones)○ Divulgación de información (Prevé excepciones)○ Reportes Periódicos○ Custodia○ “<i> Holding Period </i>” (Prevé excepciones)

i. Competencia de los Reguladores

159. En Canadá, los STOs son evaluados a través del test del *Pacific Coast Coin Exchange v. Ontario Securities Commission*, establecido por la Corte Suprema Canadiense en 1977.¹⁸⁸ Este test determina si una transacción es un "contrato financiero" y, por lo tanto, un valor sujeto a las normas del mercado de valores del país.¹⁸⁹

160. El Test de *Pacific Coast* comparte similitudes con el *Test de Howey*, ya que requiere que la inversión genere beneficios, se realice en una empresa común y sea gestionada por terceros.¹⁹⁰ Sin embargo, *Pacific Coast* es más amplio, exigiendo la evaluación de los objetivos de la política y la finalidad de las normas de mercado de capitales. En este sentido, la Corte Suprema de Canadá destaca la importancia de

¹⁸⁷ LAMBERT.

¹⁸⁸ *Pacific Coast Case*.

¹⁸⁹ *Pacific Coast Case*.

¹⁹⁰ NSSC.

analizar la sustancia, no la forma, de la transacción. La CSA, entidad reguladora "paraguas," sigue este criterio.¹⁹¹ La Agencia Canadiense de Administración de Capitales (*Canadian Standards Association* o "CSA" por sus siglas en inglés) ha seguido el mismo criterio.¹⁹²

161. Si todos los elementos de *Pacific Coast* se cumplen, el STO se considera un valor y está sujeto a la normativa de valores. Sin embargo, quien tiene la jurisdicción en esta materia no es un regulador federal, porque no existe tal, sino los de cada una de las 10 provincias y 3 territorios del país. Para armonizar criterios normativos y asegurar la cooperación, se formó la CSA, una entidad reguladora "paraguas" que cuyas directrices también deben ser atendidas por los actores involucrados en el mercado canadiense.¹⁹³

162. Aunque la CSA analizó la aplicación de normas a criptomonedas, e ICOs, no ha abordado específicamente los STOs. En agosto de 2017 y junio de 2018, la CSA publicó dos *Staff Notices*, No. 46-307 y 46-308, en las que analizó la posibilidad de aplicar las normas de mercado de valores canadienses particularmente a las ofertas de criptomonedas, ICOs, ITOs y *tokens* en general. No publicó ningún documento relativo a STOs. Por el contrario, al igual que la SEC, la CSA sostuvo que el carácter o no de *security* de diversas ofertas es algo que debe ser evaluado en el caso en concreto.¹⁹⁴

ii. Escenario Legal

a. **Obligaciones Antes de la Emisión**

1. **Registro ante los Reguladores**

163. Uno de los puntos en común entre las legislaciones provinciales de mercado de capitales es la obligación de registro: quienes tradeen *securities* en Canadá deben registrarse ante la agencia de mercado de capitales de cada territorio en el que pretenden realizar negocios. Si éstos son llevados a cabo en varias provincias, se debe

¹⁹¹ *Pacific Coast Case*, ¶ 19.

¹⁹² CSA 2018; CSA 2017.

¹⁹³ CSA INTRO

¹⁹⁴ CSA 2018; CSA 2017.

registrar ante los reguladores de cada una de ellas, a menos que cumpla las condiciones para que le aplique una excepción.¹⁹⁵

164. Quienes operan con valores en Canadá deben registrarse en la agencia de mercado de capitales de cada territorio donde planean hacer negocios, siguiendo las normas nacionales 31-103 y 31-109. El registro funciona como un "pasaporte," permitiendo a una entidad tratar con un solo regulador, siempre que cumpla las condiciones para una excepción.¹⁹⁶ Existen excepciones al deber de registrarse, como la “*international dealer exemption*” para dealers que operan a nivel internacional.

2. Divulgación de información

165. Canadá exige la presentación de un prospecto de emisión que detalla los hechos esenciales sobre los valores ofrecidos o vendidos, so pena de incurrir en responsabilidad civil, a menos que se encaje en alguna de las excepciones legales. El Instrumento Nacional 41-101, aunque adoptado de manera disímil por las provincias, establece las pautas generales del contenido del prospecto.¹⁹⁷ Incluye entre otros una descripción del negocio y del valor que se pretende distribuir, ofertas o ventas anteriores, una descripción de cómo funciona el instrumento, entre otros.

166. Existen excepciones, como la “*international dealer exemption*” y la exoneración para Bróker-Dealers y sus Agentes que facilitan transacciones con Estados Unidos mediante el Instrumento Nacional 35-101. Éstos podrían, de cumplir los criterios legales, ofrecer tokens o STOs sin publicar un prospecto de emisión. Asimismo, para facilitar transacciones con Estados Unidos, Canadá decidió exonerar a *Bróker-Dealers* y sus Agentes de preparar un prospecto, mediante el Instrumento Nacional 35-101. Nuevamente, estas son normas modelo, que han sido adoptadas y adaptadas por cada provincia y territorio.

b. Obligaciones Periódicas

1. Presentaciones de Informes

167. Aunque se haya utilizado una excepción para no publicar un prospecto de emisión, la empresa emisora debe realizar presentaciones periódicas a las autoridades. Estos

¹⁹⁵ CSA 2023b

¹⁹⁶ CSA 2023c; CSA 2020.

¹⁹⁷ NI-41-101; CSA 2020.

informes, anuales, trimestrales o ante eventos específicos, proporcionan información financiera y estados contables. Normas modelo relevantes incluyen los Instrumentos Nacionales No. 51-102 (Continuous Disclosure Obligations), No. 71-101 (The Multi-jurisdictional Disclosure System), No. 71-102 (Continuous Disclosure and Other Exemptions Relating to Foreign Issuers), y No. 81-106 (Investment Fund Continuous Disclosure).

2. Custodia

168. Después del registro, las empresas no tienen la obligación automática de custodiar la cuenta del cliente. El Instrumento Nacional 31-103 especifica las condiciones bajo las cuales la empresa registrada puede ejercer ese papel.¹⁹⁸

c. Obligaciones durante la transmisión o venta

169. A diferencia de muchas otras jurisdicciones, Canadá impone un período de retención o "holding period" para quienes deseen vender un STO.¹⁹⁹ Las condiciones las dispone el Instrumento Nacional No. 42-102 (Resale of Securities), adoptado por varias las provincias.

170. Generalmente, el período de retención para ofertas privadas varía según si el emisor está registrado ante las autoridades, siendo indefinido si no lo está y limitado a 4 meses desde la emisión en caso contrario, a menos que se apliquen excepciones, como para valores ofrecidos *over the counter* en Estados Unidos.

3. Brasil



Brasil

- **Regulador/es:** *Comissão de Valores Mobiliários (CVM)*.
- **Normas Relevantes:** Ley 6.385 (1976); Instrucciones Nos. 400/2003, 476/2009, 480/2009, 626/2020, 29/2021, 160/2022; Opinión No. 40/2022.
- **Principales Obligaciones:**
 - Registro
 - Presentación de información (Prospecto de Emisión)
 - Presentación de Reportes Periódicos
 - “*Lock-up period*”

¹⁹⁸ BARON.

¹⁹⁹ DÜNSER/BILLEK.

i. Competencia de los Reguladores

171. En Brasil, la principal autoridad encargada de regular los STOs es la *Comissão de Valores Mobiliários* ("CVM" por sus siglas en portugués). Según el Artículo 2(IX) de la Ley 6.385 de 1976, la CVM tiene jurisdicción sobre los contratos de inversión colectiva que se ofrecen públicamente y generan derechos de participación, colaboración o remuneración.²⁰⁰ Para que una oferta sea considerada "*valor mobiliário*," (equivalente de *security* en portugués o un *título valor* en español), debe cumplir con elementos de un "contrato de inversión colectiva."
172. El examen regulatorio es bastante similar al *Test de Howey* de la SEC y al de *Pacific Coast* de las autoridades canadienses. Se requiere una inversión de dinero que genere derechos de participación, cada inversor debe tener una parte del negocio, con la expectativa de obtener un beneficio dependiente del esfuerzo de la plataforma oferente o de un tercero. Además, el examen del marco legal brasileño cuenta con un requerimiento adicional: que el activo será ofertado públicamente conforme a lo estipulado por la propia Ley 6.385.²⁰¹
173. Hasta hace poco, la CVM no se había pronunciado sobre los STOs. En 2019, emitió las Resoluciones No. 830 y No. 831, prohibiendo a empresas ofertar públicamente ciertos tokens por no cumplir con la normativa de mercado de capitales.²⁰²
174. En 2020, la CVM lanzó un Sandbox Regulatorio mediante la Instrucción CVM No. 626 (reemplazada en 2021 por la Resolución CVM No. 29).²⁰³ Este entorno experimental permitió a empresas autorizadas emitir y ofrecer instrumentos en la bolsa de valores brasileña, incluyendo STOs.²⁰⁴ Según el Reporte del Comité del Sandbox con respecto a los resultados de admisión de la primera etapa del proyecto, entre las empresas habilitadas a operar se encontraban algunas que iban a ofertar distintos tipos de STOs, principalmente aquellos que implican la tokenización de inmuebles.²⁰⁵

²⁰⁰ Ley 6385/1976.

²⁰¹ TALARICO/MARTINS

²⁰² CVM 2019; CVM 830; CVM 831.

²⁰³ CVM 626; CVM 29.

²⁰⁴ CVM 2020

²⁰⁵ CVM 2021; CVM 2020.

175. No ha sido sino hasta 2022 que la CVM se pronunció con respecto cómo regularía específicamente a los STOs. En su Opinión No. 40 de octubre de 2022, la CVM diferencia a los STOs de las criptomonedas y los *utility tokens*, y manifiesta que cada uno de ellos merecen un tratamiento separado. Asimismo, explicó que, la gran mayoría de los casos, los STOs podrían considerarse como *valores mobiliários* y por tanto se comenzarían a adoptar medidas apropiadas para prevenir y sancionar posibles violaciones a las leyes y regulaciones del mercado de valores brasileño. Se anunciaron medidas para prevenir y sancionar violaciones, como alertas de suspensión ("*Stop Orders*"), procedimientos administrativos sancionadores, e informes a autoridades sobre posibles delitos.²⁰⁶

176. En la misma línea, en diciembre de 2022, la CVM publicó su Plano Bienal de Supervisión para 2023-2024, destacando a los STOs como una de las tres temáticas centrales. De esta manera, la agencia comunicó que pretende estudiar si las ofertas de *security tokens* en curso en la bolsa pueden ser o no clasificadas como contratos de inversión colectiva en los términos de la Ley 6.385 y, en tal caso, si cumplen o no con las normas de valores, amenazando con imponer penalidades o adoptar acciones correctivas.²⁰⁷

ii. Escenario Legal

a. **Obligaciones Antes de la Emisión**

1. **Registro ante los Reguladores**

177. La CVM, al igual que en otras jurisdicciones, exige registro a las empresas emisoras antes de participar en el mercado de capitales. Según la Instrucción CVM 480/2009, hay dos tipos de registro: categoría A, que autoriza la oferta de cualquier tipo de valor, y categoría B, que excluye ciertos instrumentos, como a las acciones, certificados de depósito de acciones, entre otros. Sin embargo, existen excepciones a este deber, dependiendo de la naturaleza de la oferta pública de valores.²⁰⁸

²⁰⁶ CVM 2022a.

²⁰⁷ CVM 2022b.

²⁰⁸ CVM 480.

2. Presentación de Información

178. Emisores que planean ofertar un STO en Brasil deben proporcionar información detallada a los reguladores, como el prospecto, información contable y descripción de negocios y finanzas. El STO está sujeto a normas de marketing de la CVM, especificando el contenido del prospecto según la Resolución CVM 160/2022.

b. Obligaciones Periódicas

1. Presentación de Reportes

179. Las empresas registradas para participar del régimen de oferta pública y privada deben presentar reportes trimestrales y anuales sobre estados contables y otros datos según la Instrucción CVM 480/2009. La información varía dependiendo de si el Emisor es o no extranjero. La Instrucción CVM 280/2009 también prevé ciertas excepciones, por ejemplo, para ciertos emisores extranjeros, pequeñas y medianas empresas, micronegocios, emisores en proceso de concurso o quiebra, entre otros.²⁰⁹

c. Obligaciones Durante la Transmisión o Venta

180. La Instrucción CVM 476/2009 establece que los valores vendidos pueden revenderse en el mercado secundario después de 90 días desde la fecha de compra por parte del inversor. Existen excepciones, como para empresas registradas en la categoría A y ciertos bonos o certificados de depósito de acciones.²¹⁰

4. Inglaterra



Inglaterra

- **Regulador/es:** *Financial Conduct Authority (FCA).*
- **Normas Relevantes:** *The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 No. 544, MIFID II, MiFID/MiFIR.*
- **Principales Obligaciones:**
 - Aprobación o Licencia
 - Prospecto de Emisión
 - Reportes Periódicos
 - Custodia
 - “ *Holding Period* ” o Período de Bloqueo

²⁰⁹ CVM 480.

²¹⁰ CVM 476.

i. Competencia de los Reguladores

181. La entidad reguladora clave en el mercado de valores, con autoridad sobre las transacciones de STOs es la *Financial Conduct Authority* (“FCA” por sus siglas en inglés).²¹¹ En 2018, la FCA, junto con el Banco de Inglaterra y el Tesoro, afirmó claramente que los STOs caen bajo su jurisdicción, y que son distintos a los *exchange tokens* y *utility tokens*, en tanto y en cuanto los STOs equivalen a una “inversión específica” (“*Specified Investment*”) en los términos de la *Regulated Activities Order* (“RAO”) de 2001 que está sujeta a su escrutinio.²¹² Esto fue reiterado con posterioridad en otros *Policy Briefs* de la FCA.²¹³
182. La RAO, en su Sección III, define a los *Specified Investments*, abarcando diversos instrumentos como depósitos y contratos de seguros.²¹⁴ En una Opinión Consultiva de 2019, y posteriormente en un *Policy Brief* producto de dicha consulta, la FCA detalló que los STOs son *Specified Investments* debido a similitudes con instrumentos que se encuentran dentro de la definición, como acciones,²¹⁵ instrumentos de deuda,²¹⁶ *warrants*,²¹⁷ certificados representativos de ciertos *securities*,²¹⁸ participaciones en sistemas de inversión colectivos,²¹⁹ y a los derechos o intereses resultantes de una inversión.²²⁰ Si un STO se asemeja a alguno de estos, especialmente representando deuda o *equity*, es probable que la FCA lo clasifique como *specified investment*, sujeto a su normativa de mercado de capitales.
183. Además de ser *Specified Investments* según la RAO 2001, los STOs son considerados *Transferable Securities* según la MIFID II. Esto implica que están bajo la jurisdicción de la Comisión Europea y la *European Securities and Markets Authority* (“ESMA”).²²¹ Es importante recalcar que, durante la transición post-Brexit, Inglaterra aún no había completado la independencia total de su normativa respecto a la Unión Europea. Así, reglamentos, como por ejemplo la *Markets in Financial*

²¹¹ FCA 2019b.

²¹² *Ibid*, FCA 2018.

²¹³ FCA 2019a.

²¹⁴ RAO arts. 73 et seq.

²¹⁵ RAO, art. 76.

²¹⁶ RAO, art. 77.

²¹⁷ RAO, art. 79.

²¹⁸ RAO, art. 80.

²¹⁹ RAO, art. 81.

²²⁰ FCA 2019a; FCA 2019c.

²²¹ FCA 2019c; FCA 2018.

Instruments Directive / Regulation (“MiFID/MiFIR”) o la *Securitisation Regulation* (“SR”), están siendo reemplazados por normativas propias por parte del Tesoro y la FCA.²²²

ii. *Escenario Legal*

a. Obligaciones antes de la Emisión

1. Aprobación del Regulador

184. El emisor de un token de seguridad no necesita estar previamente autorizado para emitirlo, ya que la emisión por parte de una empresa de sus propias acciones no está regulada en Reino Unido. Sin embargo, la realización de "actividades reguladas," tales como la gestión de actividades de inversión en valores, está sujeta a la autorización o licencia de la FCA, a menos que se aplique una exclusión. Así pues, si bien no existe ningún requisito de registro para que la empresa emita la STO, la aprobación de la FCA es necesaria para hacerlo.²²³

2. Prospecto de Emisión

185. Se requiere de emitir un prospecto cuando se trate de un “*transferable security*” ofrecidos públicamente, al inicio y en posibles reventas. Por ende, un STO que opere como una acción o bono probablemente requiera de la preparación de dicho documento.

186. Empero, existen un gran número de excepciones que podrían invocarse para evadir esta obligación. Por ejemplo, no es necesario un prospecto cuando la oferta se realiza a inversores calificados, la oferta está dirigida a menos de 150 personas, lo mínimo a pagar por inversor es menos de EUR \$100,000, o cuando el STO tiene un valor nominal menor a EUR \$ 100,000, entre otros.²²⁴

b. Obligaciones Periódicas

1. Reportes

187. Las normas de la FCA exigen presentar reportes periódicos a aquellos Emisores que ofrecen “*transferable securities*” en circulación. Éstos incluyen reportes

²²² FCA 2023a; FCA 2023b.

²²³ CMS.

²²⁴ FCA 2023c.

financieros anuales, estados contables auditados, y un reporte semestral, según las especificaciones de la normativa.²²⁵


2. Custodia

188. Las reglas de la FCA sobre custodia exigen a quienes tengan en su poder los instrumentos financieros del cliente que mantengan este deber. Como consecuencia, las plataformas que mantengan el STO deberían salvaguardar el patrimonio del cliente.²²⁶

c. Obligación ante una potencial transmisión o venta

189. Existen una serie de requerimientos de transparencia para que, en el mercado primario, se pueda ofertar un valor. Por ejemplo, en transacciones a través de una “*multilateral trading facility*,” se requiere del consentimiento del Emisor.²²⁷

5. Francia

 Francia
<ul style="list-style-type: none">• Regulador/les: <i>Autorité des Marchés Financiers</i> ("AMF").• Normas Relevantes: <i>Code Monétaire et Financier</i>, Directiva 2014/65/EU (MIFID II), Directiva 2004/39/EC (MiFID/MiFIR), <i>General Regulations of the AMF</i>.• Principales Obligaciones:<ul style="list-style-type: none">○ Registro○ Divulgación de información (Prospecto de Emisión)○ Reportes Periódicos

i. Competencia de los Reguladores

190. Francia ha calificado a los STOs como “instrumentos financieros” partiendo de la definición de este término prevista en su Código Monetario y Financiero (“*Code Monétaire et Financier*” en francés), específicamente en las secciones II y III del art. L. 211-1. Aquí, se incluyen “títulos y contratos financieros,” siendo estos últimos

²²⁵ FCA 2023d; FCA2023e.

²²⁶ FCA 2023e

²²⁷ FCA 2023f

contratos a plazo que aparecen en una lista establecida por decreto. El artículo R. 211-1, de la parte administrativa, detalla que los contratos financieros pueden incluir instrumentos que se transmitan mediante un dispositivo de registro electrónico compartido, tal y como puede ser una *blockchain* u otro *distributed ledger*.

191. La *Autorité des Marchés Financiers* (“AMF” por sus siglas en francés), la agencia encargada de hacer cumplir las normas de mercado de valores en Francia despliega un papel crucial en la regulación de los STOs. Esta entidad ha emitido varios informes detallados que analizan el marco legal aplicable a los STOs, como se describe más adelante.

ii. *Escenario Legal*

192. En 2018, la AMF publicó un informe en el que enfatizó que existen grandes diferencias entre los STOs y otros instrumentos como los ICOs y, por ende, merecen marcos normativos diferenciados.²²⁸

193. En 2020, la AMF compartió un informe con un exhaustivo análisis jurídico sobre la aplicación de la normativa financiera francesa a los STOs. Este análisis abarcó aspectos cruciales relacionados con la emisión, negociación y reinversión de estos instrumentos. También compartió algunas falencias u obstáculos que la legislación actual presentaba para con respecto a los STOs.²²⁹ Un punto clave señalado fue el reconocimiento por parte de la AMF de dos marcos jurídicos distintos en la ley francesa. El primer marco se aplica a activos digitales, tokens y criptomonedas, regulados por los Artículos L. 552-2 y 54-10-1, 2ª del Código Monetario y Financiero. El segundo marco se aplica a otros instrumentos financieros, sujetos tanto a la ley francesa como a la de la Unión Europea.

194. Además, en Francia, la Orden sobre *Blockchain* No. 2017-1674 está en vigor, regulando ciertos títulos valores no registrados que se negocian a través de plataformas de DLTs o *blockchain*.²³⁰

²²⁸ AMF 2018.

²²⁹ AMF 2020a; AMF 2020b.

²³⁰ AMF 2020c.

a. Obligaciones Antes de la Emisión

1. Registro ante los Reguladores

195. La AMF exige el registro previo ante ella para aquellos que buscan ingresar al régimen de oferta pública, como en el caso de la emisión de un STO.²³¹

2. Prospecto de Emisión

196. Quienes emitan un STO en Francia, deben cumplir con la Regulación 2017/1129, relativa a la obligación de publicar un prospecto de emisión con determinada información. Asimismo, dado que un STO puede representar equity o deuda, está sujeto a la MiFID II, en tanto “*transferable securities*”, que debe cumplir con requisitos adicionales según los Reglamentos delegados Nos. 2019/980 y 2019/979.²³²

197. En paralelo, el Emisor debe atender a lo estipulado por los Reglamentos delegados Nos. 2019/980 (2019) y 2019/979 (2019) que ofrecen información adicional con respecto a la forma y contenido de los prospectos, así como de la información financiera que deben contener,²³³ y el Artículo 212-6 de las normas de la AMF, que exige que los prospectos sean sometidos a la aprobación de la agencia, que va a controlar que se hayan cumplido ciertos requisitos de forma, a menos que se incurra en alguna excepción.²³⁴

198. A pesar de estas regulaciones, el informe de 2020 de la AMF resalta problemas prácticos al aplicar las normativas existentes a los STOs, especialmente debido a la naturaleza específica de estos instrumentos. A saber, por la operatoria propia de un STO, algunos prospectos podrían contener insuficiente información para los inversores, como por ejemplo con respecto a la cotización del token, u omitir información sumamente importante, como los países en los cuales se realiza la oferta pública ya que ésta puede ser realizada en múltiples jurisdicciones.²³⁵

²³¹ AMF 2023f, Arts. 211-1 et seq.

²³² AMF 2020c, p. 10.

²³³ EU/2019/980; EU/2019/979.

²³⁴ AMF 2023, Art. 212-6 et seq.

²³⁵ AMF 2020c, p. 11

b. Obligaciones Periódicas

199. Según la legislación francesa, si un emisor decide ofertar un STO en una *blockchain*, la compra o venta de este STO podrá realizarse a través de un intermediario que será temporalmente responsable de su "custodia", sin estar sujeto a ninguna obligación de restitución.

c. Obligaciones Al transmitir o vender

200. Un STO podría ser comercializado por una plataforma determinada, y la cuestión a determinar es qué normas le son aplicables. Este interrogante fue abordado por la AMF en un reporte sobre STOs de 2020, en el cual recalcó que los requisitos y obligaciones varían dependiendo del tipo de plataforma en la que se revenda el STO: como brókeres, plataformas centralizadas o descentralizadas, y *OTC Exchange Platforms*. a quienes en principio les aplicaría lo estipulado por la MiFID II en tanto y en cuanto calificarían como empresas proveedoras de servicios de inversión.²³⁶ La AMF destaca la variabilidad de requisitos y obligaciones según el tipo de plataforma.

Next Steps

201. En 2022, la AMF publicó un reporte en el que enfatizó que es una de sus prioridades atender e impulsar a la transformación del sector financiero en cuanto a tecnología *blockchain* y *RegTech*. En dicho documento, la AMF destaca obstáculos regulatorios identificados en 2020 y llama a una reforma de la Normativa Europea sobre *Central Securities Depositories* ("CSDR"). también propone la creación de un Digital Lab para colaborar con otras autoridades de la Unión Europea en el diseño de normativa específica para el mercado europeo de STOs.²³⁷

²³⁶ AMF 2020c, p. 15.

²³⁷ AMF 2022.

VIII. Marcos Normativos Prohibitivos

Resumen

Este sexto apartado se enfoca en China, en donde la emisión de STOs es considerada como ilegal y no pueden realizarse negocios con estos instrumentos financieros.

En septiembre de 2017, siete agencias gubernamentales chinas emitieron un anuncio conjunto que prohíbe a las instituciones financieras y no financieras participar en transacciones de financiamiento a través de ofertas de tokens, como las ICOs o STOs, con el objetivo de prevenir riesgos financieros y proteger a los inversores.

La regulación china establece que los tokens utilizados en estas transacciones no son emitidos por autoridades monetarias, carecen de atributos monetarios y no tienen el mismo estatus legal que la moneda. El incumplimiento de estas normas puede resultar en el cierre de sitios web, eliminación de aplicaciones móviles y revocación de licencias comerciales.

Cabe destacar que estas restricciones no se aplican a las ICOs y STOs realizadas por emisores fuera de China y no dirigidas al mercado o inversores chinos.

1. República Popular de China

202. En la fecha del 4 de septiembre de 2017, siete agencias gubernamentales chinas²³⁸ emitieron de manera conjunta un anuncio crucial. Este comunicado, denominado "Anuncio sobre la prevención de riesgos relacionados con la recaudación de fondos a través de ofertas de tokens," entró en vigor de inmediato después de su emisión.²³⁹
203. A partir de la fecha de efectividad del anuncio, todas las instituciones financieras e instituciones de pago no bancarias en China quedaron prohibidas de llevar a cabo negocios vinculados a transacciones de financiamiento mediante la emisión de tokens. Aquellos que hubieran completado una oferta de tokens antes de esta fecha debían tomar medidas, como el reembolso a los inversores de los ingresos generados por la oferta de tokens, con el fin de salvaguardar los intereses de los inversores.

²³⁸ Incluyen al Banco Popular de China, la Administración del Ciberespacio de China, el Ministerio de Industria y Tecnología de la Información, la Administración Estatal de Industria y Comercio, la Comisión Reguladora Bancaria de China, la Comisión Reguladora de Securities de China y la Comisión Reguladora de Seguros de China.

²³⁹ BPC

204. Este anuncio refleja la determinación del gobierno chino en mantener el orden y la estabilidad financiera mediante la prohibición de la recaudación de fondos a través de ofertas de tokens, como las ICOs. Es crucial destacar que, aunque los reguladores chinos no hacen distinción entre ICOs y STOs, ambos términos son tratados como sinónimos en China.²⁴⁰
205. La regulación china específica que los tokens utilizados en la financiación de la emisión de tokens no son emitidos por las autoridades monetarias y carecen de atributos monetarios como compensación legal y obligatoria. Estos tokens no poseen el mismo estatus legal que la moneda y no pueden ni deben circular en el mercado. Además, el anuncio destaca la presencia de múltiples riesgos en la emisión, financiación y comercialización de tokens, incluyendo el riesgo de activos falsos, el riesgo de fracaso empresarial y el riesgo de especulación de inversiones.
206. El incumplimiento de este anuncio y las leyes y regulaciones chinas pertinentes, como la Ley de Banca Comercial, la Ley de Securities y la Ley de Seguridad Cibernética, puede conllevar al cierre de sitios web y aplicaciones móviles, la eliminación de aplicaciones móviles de las tiendas de aplicaciones y la revocación de las licencias comerciales de las plataformas de intercambio y recaudación de fondos de tokens.
207. Es importante aclarar que el anuncio de las autoridades chinas no tiene la intención de aplicarse a las ICO y STO realizadas por emisores fuera de China, siempre y cuando no estén dirigidas al mercado chino ni a los inversores chinos.

²⁴⁰ CLIFFORD

IX. Factores para Considerar para Regular los STOs

Resumen

Esta última sección aborda ciertos factores que identificamos a partir de nuestro análisis de derecho comparado e internacional: por un lado, problemas de jurisdicción y, por el otro, los riesgos implícitos en la inversión en STOs, desde una perspectiva de contratos internacionales.

Problemas para Determinar la Jurisdicción en el contexto de Activos Digitales. La falta de ubicación física de estas transacciones dificulta la aplicación del principio de territorialidad. Se plantea la pregunta sobre cómo justificar, limitar y aplicar la extensión de la jurisdicción nacional en un contexto global, considerando la importancia de la jurisdicción personal sobre ciudadanos y nacionales.

Se menciona el enfoque de algunos países, como Estados Unidos, que aplican el principio de territorialidad en la regulación de *securities*. Se destaca el caso “*In re Tezos*” (2018), donde se discutió la jurisdicción de activos en plataformas DLT, proporcionando un ejemplo relevante de cómo se aborda esta cuestión en la práctica.

Riesgos en Inversiones Extranjeras. Se plantea la disyuntiva de determinar si los *security tokens* califican como inversiones, a la luz de “*Salini v. Marruecos*” que establece criterios como aporte de dinero, riesgo, duración y contribución al desarrollo económico. La atención se centra en los riesgos relacionados con la interpretación amplia o restrictiva de lo que constituye un STO, ya que esto puede afectar la jurisdicción de los tribunales arbitrales y provocar un “*forum shopping*” por parte de las empresas.

Inseguridad Jurídica en Contratos Financieros Internacionales. Se destaca la importancia de de una regulación nacional coherente para brindar seguridad jurídica en contratos internacionales. Se argumenta que esto aumentaría la confianza de los inversores, reduciría la incertidumbre y fomentaría la inversión en *security tokens*. La regulación clara facilitaría la identificación y el cumplimiento de obligaciones legales, reduciendo riesgos y disputas.

Se enfatiza la necesidad de regulaciones sólidas para promover la interoperabilidad y el reconocimiento internacional de STOs, sirviendo como modelo para estandarizar prácticas a nivel global y facilitar la expansión de contratos internacionales, impactando positivamente en las cuestiones de costumbre internacional y el intercambio de tokens.

1. *Problemas de jurisdicción*

208. Con el surgimiento y evolución de los activos digitales, se han acrecentado diversas dudas relativas a la jurisdicción aplicable en caso de algún potencial conflicto entre partes respecto de operaciones de activos digitales. Esto se debe a que dichos activos se caracterizan por operar en una plataforma virtual que no puede ser localizada en un territorio determinado. El principio de territorialidad es el que suele emplearse para determinar la jurisdicción respecto de cuestiones sobre *securities*. Esto quiere decir que, los tribunales o cortes de un país podrán ejercer jurisdicción sobre cuestiones jurídicas que surjan respecto de un *securities* en tanto y en cuanto las operaciones en cuestión hayan tenido lugar dentro de los límites fronterizos de dicho Estado.²⁴¹
209. La jurisdicción hace referencia al conjunto de normas, y conjunto de instituciones está autorizado a hacer cumplir dichas normas a menudo definido por referencia al territorio. Pero los objetos, acontecimientos y acciones basados en el ciberespacio son a veces difíciles de encuadrar en el marco de una jurisdicción (nacional).²⁴²
210. Conceptualmente, tecnologías como DLT son difíciles de ubicar: parecen crear un dominio paralelo de naturaleza no jurisdiccional. En la práctica, el ciberespacio ofrece oportunidades para realizar prácticas que afectan a las jurisdicciones nacionales pero que son difíciles de supervisar y regular por medios convencionales. Dado que las acciones y acontecimientos relevantes pueden tener lugar fuera de la jurisdicción, ciertos diseños de plataformas de activos digitales podrían implicar una extensión de la jurisdicción nacional sobre actores y objetos situados en el extranjero.
211. En este contexto se plantea, entonces, la cuestión de cómo se justificará, limitará y aplicará esta medida. Esto puede requerir soluciones de custodia, restricciones a la inversión internacional o al comercio de activos digitales que no pueden someterse fácilmente a la legislación local. Las nociones de jurisdicción personal pueden ser importantes para garantizar la jurisdicción, la ley aplicable y la eficacia procesal. En tal sentido, la jurisdicción personal se ejerce sobre los ciudadanos y nacionales de un determinado país.²⁴³

²⁴¹ TAKAHASHI.

²⁴² *Ibid.*

²⁴³ YANG.

212. Sin perjuicio de lo expuesto, algunos autores afirman que, dado que la STO no es una operación sin fronteras, dado que los ofrece un emisor en un determinado territorio, en ese sentido no difiere de la captación de fondos a través de valores tradicionales.²⁴⁴
213. Otros autores afirman que la jurisdicción debería ser resuelta según los efectos de la operación, lo que sería más apropiado respecto de los *securities*. Adoptar esta perspectiva centrada en el efecto del acto significa que un tribunal nacional tiene jurisdicción y puede aplicar la normativa de valores de un país a una transacción de valores basada en blockchain siempre que participen inversores de su territorio.²⁴⁵
214. Algunos países han realizado esfuerzos para determinar la jurisdicción de sus tribunales y cortes en asuntos jurídicos sobre activos jurídicos.
215. Estados Unidos, la SEC determinó que, en relación con los *securities*, se aplicará el principio de territorialidad y que el registro de *securities* tiene como objeto la protección del mercado de capitales de Estados Unidos y los inversores dentro del mismo, sean ciudadanos americanos o extranjeros.²⁴⁶
216. Asimismo, la SEC, en 1998, declaró que, cuando los oferentes apliquen medidas adecuadas para impedir que personas estadounidenses participen en una oferta extraterritorial por Internet, no considerará que la oferta está dirigida a Estados Unidos y, por tanto, no la tratará como si se produjera en Estados Unidos a los efectos del registro. Lo que constituya medidas adecuadas dependerá de todos los hechos y circunstancias de cada situación particular. Sin embargo, por lo general, no se considerará que una oferta realizada a través de Internet en el extranjero por un oferente no estadounidense está dirigida a Estados Unidos si: 1) El sitio web incluye una cláusula de exención de responsabilidad destacada que deja claro que la oferta se dirige únicamente a países distintos de Estados Unidos, y 2) El oferente del sitio Web aplica procedimientos razonablemente concebidos para evitar las ventas a personas estadounidenses en la oferta extraterritorial.
217. De acuerdo con esta declaración, la SEC considera que una oferta offshore por Internet dirigida a los Estados Unidos se produce en los Estados Unidos. Y a menos

²⁴⁴ TAKAHASHI.

²⁴⁵ YANG.

²⁴⁶ SEC 1990.

que el oferente del sitio web aplique procedimientos razonablemente concebidos para evitar las ventas a personas estadounidenses, puede considerarse que una oferta por Internet extraterritorial está dirigida a Estados Unidos.

218. Asimismo, el caso *In re Tezos* de 2018, resuelto por el Tribunal del Distrito Norte de California de los Estados Unidos abordó la cuestión de la jurisdicción respecto de activos que operan en plataformas DLT. Si bien el caso no aborda específicamente cuestiones de STO, consideramos relevante el razonamiento allí asentado cuando se trata de activos que operan en DLT, como los *security token*. El Tribunal tuvo que decidir si un inversor estadounidense residente en Illinois tenía derecho a entablar un litigio privado sobre *securities* en Estados Unidos contra un proyecto global de ICO iniciado por la Fundación Tezos, con sede en Suiza, y si la *Securities Exchange Act* de 1934 de los Estados Unidos se aplicaba extraterritorialmente a este proyecto global de ICO.²⁴⁷

219. En 2014, dos individuos en el norte de California comenzaron a planificar el proyecto Tezos para crear el token "Tezos" como solución a las deficiencias de criptoactivos como Bitcoin y Ethereum. En 2015, las personas crearon la empresa Dynamic Ledger Solutions ("DLS"), cuya sede se encontraba en su domicilio.²⁴⁸

220. En 2017, dichas personas, junto con DLS, crearon en Suiza la Fundación Tezos, una organización sin ánimo de lucro que supervisó el próximo proyecto de ICO que se avecinaba. Así, lanzaron el proyecto ICO en 2017, en virtud del cual los inversores podían invertir en bitcoin o Ethereum, a cambio de tokens de Tezos. Según la cláusula de elección de foro de las Condiciones de Contribución, el emplazamiento legal de todas las participaciones y litigios relacionados con la ICO era Alderney. El demandante principal Arman Anvari era un residente de Illinois que aportó 250 ether a la ICO de Tezos. Presentó la demanda en el norte de California, alegando que el proyecto Tezos era una venta de valores no registrada, pretendiendo rescindir las ventas y reclamar diversos daños y perjuicios.²⁴⁹

221. En resumen, el Tribunal estableció su competencia ya que Estados Unidos era el principal lugar de comercialización del proyecto ICO, la fuerza de comercialización,

²⁴⁷ *In re Tezos Case*

²⁴⁸ *Ibid.*

²⁴⁹ *Ibid.*

el foco de comercialización y los contribuyentes finales en este proyecto descansaban todos en los Estados Unidos.

222. Por otro lado, para determinar la aplicación de la normativa estadounidense, el Tribunal determinó que pregunta clave era “¿dónde se realiza realmente una transacción de *securities* no registrada, comprada en Internet y registrada "en la cadena de bloques?”. Para decidir tuvo en cuenta que el demandante participó en la transacción desde este país, se utilizó un sitio web interactivo que estaba alojado en un servidor en Arizona y el demandante respondió a un marketing dirigido casi exclusivamente dirigido casi exclusivamente a residentes en Estados Unidos. Resaltó que el lugar de una operación de *securities* se refiere al emplazamiento real de la operación y no el lugar determinado contractualmente.²⁵⁰ Sin embargo, el Tribunal no abordó las características específicas de un blockchain que dificultan la determinación del lugar físico en que la operación tuvo lugar. Entonces, esto deberá ser determinado y analizado caso a caso.

223. Por su parte, la *Jurisdiction Taskforce* de Reino Unido emitió un reporte sobre activos digitales sugiriendo que puede ser necesaria una legislación para resolver las cuestiones de Derecho internacional privado que plantean los activos digitales, “muy probablemente tras una cooperación internacional”. Mientras tanto, sugiere que las consideraciones más importantes para una disputa relacionada con activos digitales conectada a un sistema legal incluyen (i) si cualquier activo fuera de la cadena está localizado en la jurisdicción, (ii) si existe algún control centralizado en la jurisdicción, (iii) si un activo digital concreto está controlado por un usuario concreto en la jurisdicción, y (iv) la ley aplicable a la transferencia relevante (por ejemplo, la elección de ley de las partes en el contrato por el que se transfiere la titularidad).²⁵¹

224. Los emisores de tokens no son empresas de larga tradición y bien establecidas. No tienen vínculos fuertes con ninguna jurisdicción (en general, no poseen oficinas físicas o empleados) y a veces ni siquiera están constituidas en ningún lugar. Como resultado, pueden constituirse prácticamente en cualquier lugar del mundo, dependiendo de la ubicación más ventajosa. del mundo, en función de la normativa más ventajosa.²⁵²

²⁵⁰ *Ibid.*

²⁵¹ LawTech.

²⁵² DE VAUPLANE.

2. *Inversiones Extranjeras*

225. Si nos referimos a la cuestión de Inversiones extranjeras, nos encontramos ante la difícil disyuntiva de determinar si los *security token* califican como inversiones per se. En el reconocido caso que mundialmente se utiliza para determinar que es una inversión, “*Salini v. Marruecos*”,²⁵³ se establecen cuatro elementos para definir una inversión, el Aporte de dinero o bienes, Un elemento de riesgo, Una cierta duración y Una contribución al desarrollo económico del Estado anfitrión.²⁵⁴
226. Una lectura apresurada de los requisitos podría llegar a encontrar que existe una inversión al poder estar aportándose un Bien, con un (gran) elemento de riesgo en la inversión, por una cierta duración (Dependiendo el security, podría considerarse hasta ilimitado).
227. Ahora bien, esta lectura, podría abrir a la aplicación de una aplicación masiva de TBI's que, ante una regulación cambiante estatal, podría resultar en responsabilidades internacionales para el estado regulador, así como ocurrió en el 2001.²⁵⁵
228. En este sentido, a la hora de regular, un país en vías de desarrollo debe tener en cuenta que un concepto restrictivo o amplio de Security Token podría modificar la manera considerarlo como una inversión o no, lo cual por ende afectaría la jurisdicción de los tribunales arbitrales.
229. Además, es probable que se genere un *fórum shopping* por parte de las empresas para la oferta de tokens, centrándose especialmente en las jurisdicciones en las que el entorno normativo es más favorable y en las que los STOs puedan ser tratadas como inversiones.

3. *Contratos Financieros Internacionales*

230. Es cierto que, en la misma línea y ante la apertura a la innovación tecnológica, particulares buscarían un ámbito más favorable para llevar a cabo sus negocios, en específicos los que traten sobre *Security Tokens*. Esto aumentaría la confianza de los inversores y reduciría la incertidumbre, lo que a su vez promovería una mayor

²⁵³ *Sallini v. Marruecos*.

²⁵⁴ Este requisito fue discutido por jurisprudencia posterior al caso de Salini y esta aun en discusión.

²⁵⁵ Vease casos como *Sempra v. Argentina*, *Enron v. Argentina*, *Continental v. Argentina*, *LG&E v. Argentina* y demás casos que acontecieron con posterioridad a la pesificación de la economía argentina en 2001.

inversión en estos activos digitales, mejorando la liquidez y la eficiencia de los mercados.

231. Una regulación nacional coherente brindaría seguridad jurídica a las partes involucradas en contratos internacionales. Los STOs podrían utilizarse como una forma de financiación para las empresas que participan en estos contratos, y una regulación clara facilitaría la identificación y el cumplimiento de las obligaciones legales, lo que reduciría los riesgos y las disputas legales. Asimismo, promovería la protección del inversor. Al establecer requisitos y estándares para la emisión y comercialización de tokens de seguridad, se reduciría la probabilidad de estafas y fraudes en el mercado, así como ocurren en los casos de México, Malasia y Taiwan. Esto beneficiaría a las partes internacionales involucradas al garantizar que sus inversiones estén respaldadas por activos genuinos y operaciones legítimas.

232. Pensando en la interoperabilidad y el reconocimiento internacional de los STOs, la creación de normativas daría mayor fortaleza al comercio Inter partes. Las empresas que desean recaudar fondos a nivel internacional a menudo se enfrentan a desafíos regulatorios que pueden variar significativamente de un país a otro. Una regulación nacional sólida podría servir como un modelo para la estandarización de las prácticas de STO a nivel internacional, facilitando así la expansión de los contratos internacionales e impactando finalmente en cuestiones de costumbre internacional, que asistan a la facilidad de intercambio de Tokens.

X. Conclusión

233. Tal vez las normas de mercado de capitales tal y como existen puedan ser lo suficientemente efectivas como para regular a los STOs de manera tal de brindar una protección legal a quienes quieran involucrarse en ese universo. Sin embargo, hay algo que resulta evidente. La falta de homogeneidad en las regulaciones locales puede conllevar una multitud de complicaciones en la práctica, dado que el país de emisión del STO puede ser diferente de aquel en el cual se haya emitido la acción, o que se haya ofrecido la deuda, o que se encuentre la propiedad que este instrumento representa. En consecuencia, un mismo instrumento estaría sometido a un régimen sumamente dispar.
234. En nuestro estudio, encontramos que hay países que, dada la naturaleza particular de los STOs, decidieron crear nueva normativa, específicamente adaptada al respecto. En su mayoría, éstos han sido países de Europa Central o del Este. Otros, en cambio, estimaron más conveniente modificar pormenores de sus normas existentes para regular a los STOs. Entre ellos, se encuentran Suiza y Japón, dos potencias económicas mundiales que se caracterizan por su estabilidad monetaria. Asimismo, identificamos un tercer grupo de países, tanto del civil como del *common law*, que decidieron aplicar su ley tal como existe a los STOs, sobre la base de considerarlos abarcados dentro del concepto de “security” de sus respectivas legislaciones, el cual, así de paso, es sumamente amplio. Finalmente, existen dos países, de economías conservadoras, que prohíben la emisión y comercialización de STOs: China y Corea del Sur.
235. A partir de nuestro análisis, podemos extraer algunas lecciones aprendidas para aquellos gobiernos que estén considerando regular a los STOs. Por ejemplo, existen ciertas salvedades que podrían dificultar el ejercicio de la jurisdicción sobre estos instrumentos. Otra barrera podría darse en materia de aplicación extraterritorial de la ley. Esto requiere un análisis por separado, para estudiar si esto pudiera llegar a ser una solución a los problemas de jurisdicción.
236. En suma, observamos que, sin importar el marco normativo que se trate, los cuadros legales analizados han sancionado normativa nueva para alcanzar a los *security tokens* y STO, sea en la forma de nuevas directrices, modificaciones a la normativa existente, o sanción de una nueva ley. Es decir, la regulación existente

previa no resultaba suficiente para cubrir normativamente a los *security tokens* y STO, dada la naturaleza de este tipo de valores, las nuevas plataformas donde se realizan las operaciones de oferta y transacción, los actores involucrados, y las obligaciones que ello conlleva. Por estas consideraciones, la actual Ley de Mercado de Capitales no constituye un marco normativo suficiente para la regulación de *security tokens* y STO, puesto que no aborda los elementos característicos que hacen que los *security tokens* y STO requieran una legislación específica y determinada que se ajuste a dichos elementos.

237. En cuanto al organismo competente para legislar y regular *security tokens*, observamos que en los marcos normativos analizados el órgano con competencia para regularlo son aquellos quienes, por normativa, le confieren las potestades para supervisar y normar todo el ámbito de mercado de capitales, incluidos los valores negociables. Por tanto, corresponde que en Argentina que sea la Comisión Nacional de Valores el organismo por el cual se impulse una normativa reguladora de *security tokens*, especialmente teniendo en cuenta las competencias y responsabilidades conferidas mediante la ley 22.169 y la 26.831. En conclusión, la hipótesis inicial se confirma.

238. Observando el análisis comparativo realizado, una regulación específica sobre *security token* y STO, se recomienda que contenga, al menos, los siguientes elementos: definiciones claras y concisas sobre activos digitales, *security token*, STO, y plataformas *DLT*; determinar los actores que podrán involucrarse en un STO y autorización, de requerirse alguna; obligación de registro para emitir y ofertar *security token*; requisitos a cumplir para que una plataforma *DLT* pueda operar STO; obligaciones periódicas de los actores involucrados, incluido un detalle del contenido de los prospectos ante la oferta de *security tokens*; obligaciones adicionales en materia de responsabilidades, sobre todo considerando la posibilidad de desperfectos tecnológicos que puedan surgir en las operaciones que involucren *security tokens*; deberes de transparencia y difusión de información relevante; determinar, si se requiere, cantidad máxima de posibles inversores a quienes estará dirigida la STO; registro de los emisores y/o compradores de *security tokens*; registro y/o licencia requerida para emitir *security tokens*; y régimen y deberes de custodia

XI. Anexos

1. Anexo I

Diferencias	Initial Public Offerings (IPOs)	Initial Coin Offerings (ICOs)	Security Token Offerings (STOs)
Objetivo	Vender acciones de su empresa al público a cambio de capital.	Recaudar fondos mediante la emisión de nuevos tokens digitales a los inversores a cambio de criptomonedas.	Vender tokens digitales a inversores, como acciones o bienes inmuebles.
Etapa Previa	Antes de lanzar un IPO, las empresas deben cumplir una serie de requisitos y obtener la autorización de las autoridades competentes que supervisan los securities y las bolsas.	No se requieren permisos de las autoridades ni conformidad. Solo se requieren conocimientos técnicos para establecer un contrato en una <i>blockchain</i> .	Conformidad con las leyes de seguridad de la jurisdicción correspondiente. Las autoridades nacionales de supervisión financiera deben regularlo y autorizarlo.
Infraestructura de la firma emisora	Grande.	Chicas- medianas.	Chicas-medianas.
Documentación requerida	Requisitos de información y registro impuestos regulador de mercado de valores.	Los requisitos de divulgación no están claros y dependen de su función, así como de la jurisdicción que las rige.	La documentación exigida depende del grado de reglamentación, si existe. Por ejemplo, algunas normativas exigen la publicación de prospectos en el momento en que se ofertan los valores.
Requisitos	Abogados, aseguradoras, entre otros.	<i>Blockchain</i> .	Aunque la legislación requiere de documentación compleja como prospectos de emisión, es posible centralizar todo en una <i>blockchain</i> .
Costos operacionales	Altos costos operacionales.	Más bajos que los costos de IPO y STO	Varian entre bajos y medios
Exposición	Solamente dentro de la jurisdicción en la que ocurra el IPO.	Internacional.	Internacional. Los valores tokenizado (inmueble por ejemplo) pueden estar en cualquier parte del mundo.

2. Anexo II

Tabla II: Excepciones a la Obligación de Registro previstas en la ley estadounidense.

Regulación	Alcance de la Excepción
Reg. D – Rule 504	Ofertas Privadas – Cuando las ofertas no superan los US\$ 10 millones en un período de 12 meses.
Reg. D – Rule 506(b)	Ofertas Privadas – Aplica cuando la oferta se realiza a no más de 35 compradores en un período de 90 días calendario, o a un número ilimitado de inversores acreditados.
Reg. D – Rule 506(c)	Ofertas Privadas – Exonera al Emisor que realizó los pasos necesarios para verificar que los inversores están acreditados, en los términos de la norma.
Reg. S	Ofertas en el Extranjero – Permite a una empresa ofrecer valores sin cumplir con el registro ante la SEC siempre que la oferta se realice fuera de Estados Unidos, o a inversionistas que no sean residentes de dicho país.
Reg. A	Ofertas Públicas Limitadas – El primer párrafo (Tier I) exime cuando las ofertas más las ventas agregadas no superan los US\$ 20 millones en un período de 12 meses, bajo ciertas condiciones. El segundo párrafo (Tier II) exceptúa cuando la suma del precio total de la oferta y las ventas totales no superan los US\$ 75 millones de dólares en un período de 12 meses, de darse también ciertas condiciones.
Reg. CF	Financiación Colectiva o “CrowdFunding” – El Emisor puede ofrecer valores sin registrarse siempre que la venta no supere los US\$ 5 millones de dólares en un período de 1 año.

TABLA DE AUTORES

Abreviación	Autores
ARGONZ	Argonz, J.J. (2023). <i>Tokenización de activos y sus aspectos legales. El Hub de Innovación e Inclusión Financiera de la Comisión Nacional de Valores</i> . Thomson Reuters, p. 5.
BATIZ/SANTORI/CLAYBURGH	Batiz-Benet et al., Juan, Santori, Marco & Clayburgh, Jesse. (2017). The SAFT Project: Toward a Compliant Token Sale Framework. <i>Protocol Labs & Cooley</i> , pp. 1-21. Acceso .
BARON	Baron, T. (2018). <i>New Rules for Custody of Client Assets in Force Soon</i> . Davies Ward Phillips & Vineberg LLP Bulletin. Acceso .
BENEDETTI	Benedetti, H. & Rodríguez-Garnica, G. (2023). Tokenized Assets and Securities. En Baker, H.K., Benedetti, H., Nikbakht, E. y Smith, S.S. (2023). <i>Handbook on Cryptoassets: Investment Opportunities and Challenges</i> . Emerald Publishing Limited.
BRYZEK	Bryzek, P. (2018). A Quick Glimpse of Blockchain and its Revolutionary Applications. <i>Medium</i> . Acceso .
CAMPBELL	Rutheford B., Campbell, Jr. (2017). <i>The Case for Federal Preemption of State Blue Sky Laws</i> . Emanumbia Law School's Blog on Corporations and the Capital Markets. Acceso .
CSA INTRO	Canadian Securities Administrators. (2023). <i>Who We Are</i> . Acceso .
CLIFFORD	Clifford Chance. (2020). <i>Security token offerings: The Shape of regulation across Asia-Pacific</i> . Acceso .
CMS	CMS Legal Services EEIG. (2023). <i>STO Regulation and Law in the United Kingdom</i> . Acceso .

COLLOMB	Collomb, Alexis et al. (2019). Blockchain Technology and Financial Regulation: A Risk-Based Approach to the Regulation of ICOs. <i>European Journal of Risk Regulation</i> , Cambridge University Press, vol. 10, iss. 4, pp. 263-281.
COMBEN	Comben, C., (2018). Here’s Why Blockchain Companies Are Moving Away from ICOs. <i>The Merkle</i> . Acceso .
DELL’ERBA	Dell’Erba, M. (2020). From Inactivity to Full Enforcement: The Implementation of the “Do No Harm” Approach in Initial Coin Offerings. <i>Michigan Technology Law Review</i> , vol. 26, iss. 2.
DE VAUPLANE	De Vauplane, H. (2018). <i>Overview of ICO regulations around the world</i> , Kramer Levin Ed..
DIRK	Dirk A., et al. (2019). The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators. <i>Harvard International Law Journal</i> , vol. 60, No. 2, pp.267-315.
DÜNSER/BILLEK	Dünser, T. & Billek, C. (2021). <i>The Security Token RegRadar Report: A Comparative Regulatory Analysis of Nine Countries</i> . The Tokenizer. Acceso .
EDGAR	EDGAR. (2023). <i>Help – Form Type Definitions</i> . Acceso .
ELBEKOVNA	Elbekovna, I. E. (2023). Law and blockchain: a legal perspective on current regulatory trends. <i>Oriental Renaissance: Innovative, educational, natural, and social sciences</i> . Acceso .
ERASO LOMAQUIZ	Eraso Lomaquiz, S. (2015). Las monedas virtuales en el Derecho argentino. Los Bitcoins. <i>LA LEY</i> , 2016-A, 717. Cita online AR/DOC/4070/2015.
GARRIDO	Garrido, J. M. (2023). <i>Digital Tokens: A Legal Perspective</i> . International Monetary Fund Working Paper. Acceso .

GODELLAS	Godellas, B. (2019). <i>When it comes to Analyzing Utility Tokens, the SEC Staff's "Framework for 'Investment Contract' Analysis of Digital Assets" May Be the Emperor Without Clothes</i> . Winston & Strawn LLP Blog. Acceso .
GODFREY	Godfrey, N. (2015). A Few Words about Bitcoin ... Because Fiat is Not Just a Car. <i>Forbes</i> . Acceso .
HERTIG	Hertig, A. (2023). How Do Ethereum Smart Contracts Work?. <i>Coindesk</i> . Acceso .
JONES/KULERMAN/T RAURIG	Jones, B., Kulerman, M. & Traurig, G. (2019). <i>The Evolution of Token Offerings and Regulation: From ICO to STO</i> . Westlaw. Acceso .
KARMEL/KELLY	Karmel, R. S. & Kelly, C. R. (2009). The Hardening of Soft Law in Securities Regulation. <i>Brook. J. Int'l L. J.</i> , vol. 34, iss. 883, p. 894. Acceso .
LAMBERT	Lambert, T. (2022). Security token offerings. <i>Springer</i> , pp. 299–325. Acceso .
LOEV/GILLIES	Loev, D. & Gillies, J. (2017). <i>What Constitutes a Security and Requirements Relating to the Offer and Sales of Securities and Exemptions from Registration Associated Therewith</i> . American Bar Association. Acceso .
MALUMIÁN	Malumián, N. (2023). La oferta pública y privada de participaciones en fideicomisos. Las resoluciones de la Comisión Nacional de Valores y el fallo "F." del Tribunal Oral en lo Penal Económico. <i>Thomson Reuters</i> , p. 5.
PASSARELLA	Passarella, T. (2023). Regulation of Digital Assets in United States of America. <i>The Tokenizer</i> . Acceso .
ROSIC	Rosic, A. (2020). What is An Initial Coin Offering? Raising Millions in Seconds. <i>Blockgeeks</i> . Acceso .

SCHAEFER	Schaefer, D. (2019). Applying the SEC Custody Rule to Cryptocurrency Hedge Fund Managers. <i>California Law Review</i> , vol. 107, pp. 1381-1413. Acceso .
TAKAHASHI	TAKAHASHI, K. (2020). Prescriptive Jurisdiction in Securities Regulations: Transformation from the ICO (Initial Coin Offering) to the STO (Security Token Offering) and the IEO (Initial Exchange Offering), <i>45 Ilkam Law Review</i> . Acceso .
TALARICO/MARTINS	Talarico, T. & Martins, C. (2020). Security Token Offerings (STOs): DLTs, Regulação E Novas Formas De Financiamento. <i>BSBC Advogados Report</i> . Acceso .
YANG	YANG, A. (2023). When Jurisdiction Rules Meet Blockchain: Can the Old Bottle Contain the New Wine? <i>6(1) Stanford Journal of Blockchain Law & Policy</i> .

TABLA DE CASOS

Abreviación	Casos
<i>AFFCO v. Proskauer</i>	AFFCO Invs. 2001, LLC v. Proskauer Rose, LLP, 625 F. 3d (5th Cir. 2010)
<i>Aldrich v. McCulloch</i>	Aldrich v. McCulloch Props., Inc., 627 F. 2d (10th Cir. 1980)
<i>Cameron v. Outdoor Resorts</i>	Cameron v. Outdoor Resorts of Am., Inc., 608 F. 2d (5th Cir. 1979)
<i>F. D. O. s/ Infracción Art. 310</i>	F., D. O. y otros sobre infracción art. 310 del Código Penal, Tribunal Oral Penal Económico N°1, (N° CPE 617/2016/TO1 - 18/05/2021).
<i>Hall v. Jones</i>	Hall v. Geiger Jones Co., 242 U.S. 539 (1917)
<i>Hart v. Pulte Homes</i>	Hart v. Pulte Homes of Michigan Corp., 735 F.2d (6th Cir. 1984)
<i>In Re Tezos Case</i>	In re Tezos Securities Litigation, Case No. 17-cv-06779-RS (United States District Court N.D.C.A., Aug. 7, 2018)
<i>Pacific Coast Case</i>	Pacific Coast Coin Exchange v. Ontario Securities Commission, [1978] 2 SCR 112
<i>Revak v. SEC</i>	Revak v. SEC Realty Corp., 18 F.3d. (2d Cir. 1994)
<i>Salcer Case</i>	Salcer v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 682 F.2d (3d Cir. 1982)
<i>SEC v. Shavers</i>	SEC v. Shavers, No. 4:13-CV-416, 2014 WL 12622292 (E.D. Tex. 2014)
<i>SEC v. Koscot</i>	SEC v. Koskot Interplanetary, Inc., 497 F.2d 473 (5th Cir. 1974)

Security Token Offerings: Anexos

<i>SEC v. Reese</i>	SEC v. Joseph F. Reese, Administrative Proceeding No. 3-9439 (1999)
<i>SEC v. Howey</i>	SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946)
<i>UHF v. Forman</i>	United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837, 852 (1975)
<i>Uselton v Lovelace</i>	Uselton v. Comm. Lovelace Motor Freight, Inc., 940 F.2d (10th Cir. 1991)
<i>Villeneuve Case</i>	Villeneuve v. Advanced Bus. Concepts Corp 698 F.2d 1121 (11th Cir. 1983).
<i>Sallini v. Marruecos</i>	Salini Consuttori S.p.A y Italstrade S.p.A. v. Reino de Marruecos, Caso CIADI No. ARB/00/4, Decision de Jurisdiccion (23-Julio-2001).

TABLA DE INSTRUMENTOS

Abreviación	Instrumentos
Anti-Money Act	Anti-Money Laundering Act (1997) Swiss Confederation – Suiza.
AMF 2018	Autorité des Marchés Financiers (AMF). (2018). <i>Summary of replies to the public consultation on Initial Coin Offerings (ICOs) and update on the UNICORN Programme</i> . Acceso .
AMF 2020a	Autorité des Marchés Financiers (AMF). (2020a). <i>The AMF Publishes an In-Depth Legal Analysis of the Application of Financial Regulations to Security Tokens</i> . Acceso .
AMF 2020b	Autorité des Marchés Financiers (AMF). (2020b). <i>Legal Analysis on the Application of Financial Regulations to Security Tokens and Precisions on Bulletin Board</i> . Acceso .
AMF 2020c	Autorité des Marchés Financiers (AMF). (2020c). <i>Review and Analysis of the Application of Financial Regulations to Security Tokens</i> . Acceso .
AMF 2022	Autorité des Marchés Financiers (AMF). (2022). <i>Innovation: focus on the actions carried out by the AMF</i> . Acceso .
AMF 2023	AMF General Regulations. Acceso .
Banxico	Banco de México. Definición de los activos virtuales. Acceso .
BCRA-2023	BCRA. (2023). Alerta del BCRA y la CNV sobre los riesgos e implicancias de los criptoactivos. Banco Central de la República Argentina. Acceso .
BPC	Banco Popular de China. (2017). Anuncio sobre la prevención de los riesgos de la oferta y financiación de tokens. Acceso .
Capital Markets Order	Capital Markets and Services – Order 12/2019. Acceso .

Comunicacion “A” 6823	BCRA. (2019). <i>Comunicación “A” 6823</i> . Acceso .
Comunicación “A” 7030	BCRA. (2020). <i>Comunicación “A” 7030</i> . Acceso .
Comunicación “A” 7506	BCRA. (2022). <i>Comunicación “A” 7506</i> . Acceso .
Comunicación “A” 7759	BCRA. (2023). <i>Comunicación “A” 7759</i> . Acceso .
Codigo de Obligaciones Suizo	Código de Obligaciones (1911) de la Confederación Suiza. Actualizado a septiembre de 2023.
CNV/RG/622/2013	Comision Nacional de Valores (CNV). (2013). Resolución General 622/2013.
CNV 2017	Comisión Nacional de Valores (CNV). (2017). <i>Alerta al Público Inversor sobre Ofertas Iniciales de Monedas Virtuales o Tokens</i> . Acceso .
CNV/RG/717/2017	Comision Nacional de Valores (CNV). (2017). Resolución General 717/2017.
CNV/RG/926/2022	Comision Nacional de Valores (CNV) (2022). Resolución General 926/2022.
CCCN	Código Civil y Comercial de la Nación Argentina (2015).
CSA 2017	Canadian Securities Administrators (CSA). (2017). <i>Staff Notice 46- 307: Cryptocurrency Offerings</i> . Acceso .
CSA 2018	Canadian Securities Administrators (CSA). (2018). <i>Staff Notice 46- 308: Securities Law Implications for Offerings of Tokens</i> . Acceso .
CSA 2020	Canadian Securities Administrators (CSA). (2020). <i>Access Rules & Policies</i> . Acceso .

CSA 2023b	Canadian Securities Administrators (CSA). (2023b). <i>Registration</i> . Acesso .
CSA 2023c	Canadian Securities Administrators (CSA). (2023c). <i>Registration Information</i> . Acesso .
CVM 2019	Comissão de Securities Mobiliários (CVM). (2019). <i>CVM alerta: Ofertas Irregulares de Contratos de Investimento Coletivo (CIC)</i> . Acesso .
CVM 2020	Comissão de Securities Mobiliários (CVM). (2020). <i>Sandbox Regulatório</i> . Acesso .
CVM 2021	Comissão de Securities Mobiliários (CVM). (2021). <i>Sandbox Regulatorio do Comissão de Securities Mobiliários: Considerações do Comitê de Sandbox Acerca do 1ª Processo de Admissão</i> . Acesso .
CVM 2022a	Comissão de Securities Mobiliários (CVM). (2022a). <i>Parecer de Orientação No. 40</i> . Acesso .
CVM 2022b	Comissão de Securities Mobiliários (CVM). (2022b). <i>Supervisão Baseada em Risco: Plano Bienal 2023-2024</i> . Acesso .
CVM 830	Comissão de Securities Mobiliários (CVM). (2019). <i>Deliberação CVM 830</i> . Acesso .
CVM 831	Comissão de Securities Mobiliários (CVM). (2019). <i>Deliberação CVM 831</i> . Acesso .
CVM 480	Comissão de Securities Mobiliários (CVM). (2009). <i>Instrução CVM No. 480</i> . Acesso .
CVM 476	Comissão de Securities Mobiliários (CVM). (2009). <i>Instrução CVM No. 476</i> . Acesso .
CVM 626	Comissão de Securities Mobiliários (CVM). (2020). <i>Instrução CVM No. 626</i> . Acesso .

CVM 29	Comissão de Securities Mobiliários (CVM). (2021). <i>Resolução CVM No. 29</i> . Acceso .
DLT Act	Federal Act on the Adaptation of Federal Law to Developments in Distributed Ledger Technology (2020).
Digital Assets Guidelines	Guidelines on Digital Assets, SC-GL/1-2020 (R1-2022) (2020, revisada en 2022). Acceso .
EU/2019/980	Règlement (UE) 2019/980 (2019). Acceso .
EU/2019/979	Règlement (UE) 2019/979 (2019). Acceso .
FCA 2018	Financial Conduct Authority (FCA) (2018). HM Treasury & Bank of England (2018). <i>Cryptoassets Taskforce: Final Report</i> . Acceso .
FCA 2019a	Financial Conduct Authority (FCA). (2019a). <i>Guidance on Cryptoassets: Feedback and Final Guidance to CP 19/3</i> . Acceso .
FCA 2019b	Financial Conduct Authority (FCA). (2019b). <i>Cryptoassets: Our Work</i> . Acceso .
FCA 2019c	Financial Conduct Authority (FCA). (2019c). <i>Guidance on Cryptoassets : Consultation Paper CP 19/3</i> . Acceso .
FCA 2023a	Financial Conduct Authority (FCA). (2023a). <i>Repeal and Replacement of Retained EU Law</i> . Acceso .
FCA 2023b	Financial Conduct Authority (FCA). (2023b). <i>Consultation Paper CP 23/115: The Framework for a UK Consolidated Tape</i> . Acceso .
FCA 2023c	Financial Conduct Authority (FCA). (2023). <i>PRR 1.2 Requirement for a prospectus and exemptions</i> . Acceso .
FCA 2023d	Financial Conduct Authority (FCA). (2023). <i>DTR 4.1 Annual financial report</i> . Acceso .

FCA 2023e	Financial Conduct Authority (FCA). (2023). <i>DTR 6.1 Information requirements for issuers of shares and debt securities</i> . Acceso .
FCA 2023f	Financial Conduct Authority (FCA) (2023). <i>MAR 5.3 Trading process requirements</i> . Acceso .
FIEA	Financial Instruments and Exchange Act (1948) – Japón.
FINSA	Federal Act on Financial Services (2018) of the Swiss Confederation – Suiza.
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority (FINRA). (2023). <i>Investment Advisers</i> . Acceso .
Fintech Act	Fintech Act. (2018). Acceso .
FMI	International Monetary Fund (IMF). (2023). <i>Active IMF Lending Commitments as of August 31, 2023</i> . Acceso .
FMIA	Financial Market Infrastructures and Market Conduct in Securities and Derivatives Trading (2015) Swiss Confederation – Suiza.
FSB	Financial Stability Board (2018). <i>Crypto-asset markets Potential channels for future financial stability implications</i> . Acceso .
FSC	FSC. (2023). FSC Unveils Measures to Overhaul Regulations to Permit Issuance and Circulation of Security Tokens. Acceso .
G20 2018a	G20 (2018). <i>G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting Communiqué, 19-20 March 2018</i> . Acceso .
G20 2018b	G20 (2018). <i>G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting Communiqué, 23 July 2018</i> . Acceso .
G20 2019	G20 (2019). <i>G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting Communiqué, 9 June 2019</i> . Acceso .

G20 2020	G20 (2020). <i>G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting Communiquée, 14 October 2020</i> . Acceso .
G20 2021	G20 (2021). <i>Second G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting Communiquée, 7 April 2021</i> . Acceso .
G20 2022	G20 (2022). <i>G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting Communiquée, 17-18 February 2022</i> . Acceso .
GAFI	GAFI (2021). <i>Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers</i> . Acceso .
H.R. 3005	H.R. 3005 (1996). Acceso .
ICO Guidelines	Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs) (2018) FINMA
IOSCO 2023	International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2023). <i>Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets: Consultation Report. CR01/2023</i> . Acceso .
IOSCO 2017	International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2017). <i>Research Report on Financial Technologies (Fintech)</i> . Acceso .
IOSCO 2020	International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2020). <i>Investor Education on Crypto-Assets: Final Report. FR12/2020</i> . Acceso .
LawTech	LawTech Delivery Panel UK Jurisdiction Taskforce (2019). Legal statement on cryptoassets and smart contracts. Acceso .
Ley 22.169	Ley 22.169, Comisión Nacional de Valores, 1980. Acceso .
LACE	Ley 27.349, Ley de Apoyo al Capital Emprendedor, 29/03/2017 – Disponible en:
Ley 6385/1976	Loi No. 6.385 (1976). Acceso .

LFP	Ley 27.440, Ley de Financiamiento Productivo (2018). Acceso.
LMC	Ley 26.831, Ley de Mercado de Capitales (2012). Acceso.
LOP	Ley 17.811, Ley de Oferta Pública (1968). Acceso.
NSSC	Nova Scotia Securities Commission (2018). <i>Question of the week: What is the Howey Test?</i> Acceso.
NI-41-101	National Instrument 41-101, General Prospectus Requirements – Canada
Normas CNV	Normas de la Comisión Nacional de Valores, RGCRGN622-13 (2013). Acceso.
OCDE 2019	OECD (2019). <i>Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing.</i> Acceso.
Ordinance	Ordinance on the Adaptation of Federal Law to Developments in Distributed Ledger Technology (2021) Swiss Confederation. - Suiza
PSA	Payment Services Act (2009) – Japón.
RAO	The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 No. 544. Acceso.
SCA	Securities Commission Act (1993), 430/1999 y ss. – Malasia.
SEA	Securities and Exchange Act (Enmienda 2023). Acceso.
SEC 1990	Securities and Exchange Commission (1990) “Offshore Offers and Sales” Release No. 33-6863 (1990); “Rules Governing Offers and Sales Made Outside the United States Without Registration Under the Securities Act of 1933” (17 CFR 230).

SEC 2017	Securities and Exchange Commission (SEC) (2017). <i>Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities and Exchange Act of 1934: The DAO</i> . Release No. 81207. Acceso .
SEC 2023a	Securities and Exchange Commission (SEC) (2023a). <i>Framework for “Investment Contract”: Analysis of Digital Assets</i> . Acceso .
SEC 2023b	Securities and Exchange Commission (SEC) (2023b). <i>Cutting Through the Jargon from A to Z: Blue Sky Laws</i> . Acceso .
SEC 2023c	Securities and Exchange Commission (SEC) (2023c). <i>Blue Sky Laws</i> . Acceso .
SEC 2023d	Securities and Exchange Commission (SEC) (2023d). <i>Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets</i> . Acceso .
SEC 2023e	Securities and Exchange Commission (SEC) (2023e). <i>Form S-1</i> , p. 6. Acceso .
SFA/2001	Singapur Securities and Futures Act 2001. (2001). Acceso .
TERGOST	Taipei Exchange Rules Governing the Operation by Securities Firms of the Business of Proprietary Trading of Security Tokens (Enmienda 2022). Acceso .
TERGIP	Taipei Exchange Rules Governing Information to be Published in Prospectuses for Applications for Security Token Offerings for Over-the- Counter Trading (2020). Acceso .
Wyo-Stat	Wyoming Digital Asset Statute, Wyo. Stat. 34-29-101 et seq. (2019). Acceso .