

Oferta pública de activos digitales

Fernández Madero, Nicolás

Recondo, María

Minerva, Diego N.

Krüger, Cristian

Abstract: Los activos digitales carecen de un marco regulatorio específico en la Argentina. Solo los activos digitales que constituyan títulos valores se encontrarían sujetos al régimen de oferta pública, de acuerdo con el ámbito de aplicación delimitado por la Ley de Mercado de Capitales (LMC). En principio, solo los activos digitales que reúnan los requisitos del art. 1815 del Cód. Civ. y Com. constituirían un título valor.

(*)

(**)

(***)

(****)

I. Introducción

Salvo por alguna declaración genérica u otra mención tangencial, no existen aún en la Argentina normas que regulen las operaciones relacionadas con las criptomonedas, o "activos digitales" (1) —como los llama FinHub, un área de la Securities Exchange Commission de los EE.UU. ("SEC") que ha avanzado en el análisis del tema, según veremos más adelante.

El marco regulatorio de los activos digitales suele ser la primera pregunta que se hacen aquellos entrepreneurs que se inician en este nuevo nicho del mercado, en especial con relación a actividades como publicidad en medios masivos de comunicación (por ejemplo, Internet, TV o medios gráficos), custodia (a través de billeteras virtuales como Ripio o Bitex), la compra y venta (trading) directamente en mercados internacionales (por ejemplo, Huobi, Bittrex, Binance), con brokers (por ejemplo, Ripio), o entre pares —peer to peer— (por ejemplo, LocalBitcoins).

Con relación a los regímenes normativos que podrían resultar aplicables, se ha concluido que la principal fuente de regulación en lo que hace a las obligaciones de las partes deriva de la autonomía de la voluntad y libertad contractual contenida en los arts. 1709, inc. b) y 2651 del Código Civil y Comercial ("Cód. Civ. y Com.") (2).

No obstante, también se evalúan cuestiones tales como:

- Si las criptomonedas constituyen "moneda" en el sentido económico y jurídico (cf. arts. 765 del Cód. Civ. y Com., 30 y 31 de la ley 24.441) y: a) derivado de este concepto y de una eventual intermediación financiera (art. 1º de la ley 21.526 de Entidades Financieras) o del volumen de operaciones y razones de política monetaria y crediticia (art. 3º de la misma ley), resulta competente en la materia el Banco Central de la República Argentina; o bien, b) derivado del movimiento de fondos en moneda extranjera, resulta aplicable el régimen de control de cambios (ley 18.924, arts. 1º y 3º, ley 24.144, arts. 4º, incs. f y g, y 29, y dec. PEN 71/2002, arts. 1º y 3º), también sujetos al contralor del Banco Central de la República Argentina.

- La aplicación del régimen de prevención de lavado de dinero (ley 25.246, y en particular la res. 300 de la Unidad de Información Financiera).

- La aplicación de la legislación sobre firma electrónica (arts. 5º y 6º de la ley 25.065), si consideramos a las criptomonedas como contratos digitales.

- Si en definitiva las criptomonedas son "bienes que no son cosas" (arts. 15, 16 y 764 del Cód. Civ. y Com.).

- Si las criptomonedas pueden asimilarse a un medio de pago regulado, como la tarjeta de crédito, la tarjeta de débito o los sistemas de dinero electrónico.

Finalmente, cabe preguntarse si las actividades relacionadas con activos digitales se encuentran dentro del ámbito de la oferta pública y, por ende, sujetas al contralor de la Comisión Nacional de Valores ("CNV"), cuestión que abordaremos en el presente trabajo.

Si bien no existen resoluciones emitidas por la CNV, en diciembre de 2017 este organismo emitió un comunicado con una breve explicación de las initial coin offerings (en adelante, "ICO"), de las cadenas de bloques o blockchains y, en particular, de los riesgos que traen aparejados, tales como: la falta de regulación específica, la volatilidad de los precios y falta de liquidez, el potencial fraude, el inadecuado acceso a información relevante, el financiamiento de proyectos en etapa inicial, fallas tecnológicas y de infraestructura y el carácter transnacional de las negociaciones en las ICO. Finalmente, la CNV indicó en el comunicado que no existe una regulación específica, aunque podría evaluar la pertinencia de otorgar una autorización de oferta pública ante un pedido en particular. Con ello la CNV dejó abierta la puerta para el análisis acerca de si le correspondería intervenir como autoridad de aplicación. Según veremos más adelante, esta manifestación del ente regulador se encuentra alineada con el criterio del "caso por caso" de la SEC, el ente regulador de los EE.UU.

Por ello, el presente trabajo tiene el objetivo de brindar un análisis del ámbito de aplicación de la ley 26.831 de Mercado de Capitales ("LMC") con relación a los activos digitales, que sirva como base de la evaluación que cada caso particular requerirá.

Debemos recordar por último que la CNV es autoridad de aplicación en materia de oferta pública de valores negociables exclusivamente, quedando al margen de su control las invitaciones realizadas al público en general para negociar cualquier otro tipo de bienes. Según veremos más adelante, esta cuestión es fundamental en el análisis para determinar si los activos digitales constituyen valores negociables, ya que, en principio, solo en este caso podrían ser objeto de regulación por nuestro ente regulador.

II. Oferta pública de Activos Digitales en la Argentina

II.1. Oferta pública general

Antes de considerar si la oferta de activos digitales en la Argentina constituye "oferta pública" sujeta al contralor de la CNV, repasaremos brevemente el criterio general para las ofertas públicas adoptado por la CNV.

El concepto de "oferta pública" ha evolucionado desde los años 50 (3), ayudando a diferenciar los términos "autorización de cotización" de la "autorización de oferta pública" (4). Posteriormente, con el dictado de la ley 17.811 en 1968, se debatió el concepto con el objeto de delimitar las facultades que en consecuencia tendría la naciente CNV (5). Otros autores intermitentemente se refirieron al tema (6), en particular con el dictado del decreto de Transparencia 677/2001 y la resolución general de la CNV 470/2004 (de colocación de valores fiduciarios y obligaciones negociables) (7).

Basándonos en sumarios instruidos por la CNV en casos de oferta pública irregular, podría decirse resumidamente que el test de existencia de oferta pública gira en torno a tres elementos que deberá contener el acto para ser reputado como tal (basado en la definición de oferta pública dada por la ley 17.811, primero, y luego por la LMC) (8):

1) Sujeto destinatario de la oferta: la invitación deberá ser efectuada a personas en general, sectores o grupos determinados (9); 2) Objeto del acto: la realización de cualquier acto jurídico con valores negociables; y 3) Forma del acto: a través de cualquier procedimiento de difusión (10).

Tal como se indicó en las notas del párrafo precedente, no cabe duda de que en las ofertas de activos digitales se verifica la existencia del primer elemento (invitación realizada a personas indeterminadas) y del tercer elemento (procedimiento de difusión masivo —Internet—). La duda se plantea respecto de la existencia o no del segundo elemento, esto es, el objeto de la oferta, ya que para que exista oferta pública regulada, según la LMC, el objeto del acto deberán ser los valores negociables. Como se dijo al comienzo, la oferta pública de otro tipo de bienes no está sujeta al ámbito de competencia de la CNV y por ende tampoco a sus normas.

Vale mencionar que la ley 27.440 de Financiamiento Productivo modificó el art. 82 de la LMC, introduciendo la posibilidad que la CNV reglamente también la oferta privada de valores negociables. Con lo cual, los principios con base en los cuales se construye la definición de oferta pública podrían modificarse de manera de considerar algún tipo de registro para el control gubernamental o pautas más precisas para el encuadre de las ofertas privadas, y que estas de algún modo incluyan a los activos digitales. Sin embargo, hoy en día, este aspecto no fue reglamentado.

II.2. Los valores negociables

Según se concluye en el apartado precedente, resulta fundamental entonces para establecer la

competencia de la CNV, la previa determinación de si los activos digitales son valores negociables.

¿Cómo se definen, entonces, los valores negociables?

Al dictarse el decreto de transparencia 677 en el año 2001, el régimen de oferta pública comenzó a acuñar el término "valores negociables", que reemplazó el término anterior de "títulos valores" con el que se identificaban hasta ese momento tanto a los títulos valores emitidos en serie, como a los títulos valores individuales (por ejemplo, cheque, pagaré, letra de cambio). La nueva denominación de "valores negociables" utilizada por el decreto (y a partir de allí, también por las normas de la CNV y por la LMC hasta nuestros días) pasó a distinguir a los primeros de los segundos.

No obstante, el Cód. Civ. y Com. no receptó el término valores negociables, introduciendo en cambio un novedoso cap. 6 dedicado a los títulos valores, refiriéndose en su articulado, en forma alternada, a los valores emitidos en serie y a aquellos emitidos en forma individual. Entre las nuevas disposiciones incluyó un apartado específico para los "títulos valores en serie" (arts. 1855 y ss. del Cód. Civ. y Com.).

Tomaremos en primer lugar el concepto de títulos valores que encontramos en el art. 1815 del Cód. Civ. y Com., el cual se utiliza para definir no solo a los títulos valores emitidos en serie (por ejemplo, valores negociables), sino también a los títulos valores individuales como el cheque y el pagaré:

"Concepto. Los títulos valores incorporan una obligación incondicional e irrevocable de una prestación y otorgan a cada titular un derecho autónomo (...)"

Nótese que la referencia a la incorporación del derecho en el título valor mentada por la norma es una herramienta conceptual tradicional de la doctrina para la definición de la categoría jurídica (11). Según veremos, esta característica (la incorporación de un derecho) resultará relevante al momento de determinar si un determinado activo digital es un título valor.

Por otro lado, el Código Civil y Comercial autoriza en su art. 1820 la libertad de creación de títulos valores en el ámbito de la oferta pública, disponiendo que cualquier persona pueda crear y emitir títulos valores en los tipos y condiciones que elija, siempre que se destinen a la oferta pública (12). Con lo cual la norma brinda un margen importante para incluir en el concepto de "título valor" a cualquier instrumento que posea un derecho incorporado, como requiere el art. 1815, ya que no existe por lo pronto un *numerus clausus* o diseños específicos para que un determinado papel constituya un título valor.

Por su parte, el art. 2º de la LMC define a los "valores negociables" del siguiente modo:

"Valores negociables: Títulos valores emitidos tanto en forma cartular, así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, las acciones, las cuotas partes de fondos comunes de inversión, los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores; que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. Asimismo, quedan comprendidos dentro de este concepto los contratos de futuros, los contratos de opciones y los contratos de derivados en general que se registren, conforme la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores, y los cheques de pago diferido, certificados de depósitos de plazo fijo admisibles, facturas de crédito, certificados de depósito y warrants, pagarés, letras de cambio, letras hipotecarias y todos aquellos títulos susceptibles de negociación secundaria en mercados".

De un modo similar al Código Civil y Comercial, el art. 3º de la LMC consagra el principio de creación de valores negociables, al establecer que cualquier persona jurídica puede crear y emitir valores negociables en las condiciones que elija (13).

El parámetro rector lo establece entonces el art. 1815 del Cód. Civ. y Com., al establecer que los títulos valores incorporan una obligación incondicional e irrevocable de una prestación y otorgan a cada titular un derecho autónomo. Tomemos el caso de las acciones de una S.A. donde, por ejemplo, dichos títulos valores otorgan tanto derechos políticos como económicos a su titular. Lo mismo ocurre con los títulos representativos de mercaderías como los warrants, previsto en el art. 1828, que otorgan a su tenedor legitimado el derecho de gravarlas o disponer de ellas.

En el título valor se encuentra explicitado un derecho; y este, necesariamente, presupone una obligación (14). Por ello, el documento puede y debe analizarse desde dos puntos de vista: el del obligado

a la prestación mencionada en el instrumento y el de quien está facultado para exigirla (15).

La definición de la LMC, en cambio, es menos teórica y más casuística que el Código Civil y Comercial: no indica que los títulos valores otorgan el derecho a una prestación al tenedor, sino en cambio enumera los distintos valores negociables existentes, tales como las obligaciones negociables, las acciones, los valores fiduciarios, las cuotapartes en FCI, los cheques de pago diferido, etc. Sin mencionarlo, todos ellos contienen el derecho a una prestación en tanto títulos valores, tal como lo indica la definición del Código Civil y Comercial.

Al analizar una determinada moneda virtual descentralizada (por ejemplo, solo los bitcoins), Mora (16) indica que los bitcoins no constituyen títulos valores, dado que "no incorporan una obligación incondicional e irrevocable de una prestación (art. 1815 del Cód. Civ. y Com.)", es decir, "no representan bienes o acciones que alguien deba entregar o cumplir".

Por su parte, Eraso Lomaquiz (17) tampoco cree correcto incluir a los bitcoins dentro del concepto de valores negociables. En tal sentido, explica que "en esencia, los valores negociables consisten en instrumentos jurídicos, independientemente de su soporte, que representan derechos incorporados a ellos por sus emisores" (18). Agrega que, en nuestro derecho, "la posibilidad de encuadrar a los bitcoins dentro de esta calificación resulta claramente excluida por los arts. 2º [de la LMC], que provee una definición de valores negociables, y 3º, que regula la creación de valores negociables atípicos, de la ley de Mercado de Capitales". Este autor también indica que el principal elemento para sustentar su posición recae en la falta de un sujeto emisor, como es característico de todas las monedas virtuales descentralizadas, que actúe como sujeto pasivo del derecho incorporado al instrumento (19). Y finalmente sostiene que tampoco son créditos, ya que un crédito consiste en el derecho que un acreedor posee respecto de un deudor, y que en su caso podrán existir créditos cuantificados en monedas virtuales, las cuales actuarían como su objeto y no su título ni el derecho en sí mismos.

En otras palabras y por lo visto hasta ahora, para que exista un título valor, el instrumento debiera constituir una fuente de obligaciones que necesariamente deben ser cumplidas por el firmante o emisor del título (20).

Debemos preguntarnos entonces si los activos digitales poseen derechos incorporados que otorguen a su titular la facultad de exigir su cumplimiento a un tercero. Y si no fuera así, debiéramos preguntarnos en dónde radica el valor entonces de dichos activos digitales, si no poseyeran ningún derecho incorporado.

II.3. Los activos digitales

Según la opinión de la doctrina, las monedas virtuales pueden ser centralizadas o descentralizadas. "Serán centralizadas aquellas monedas virtuales que cuenten con una autoridad administradora que controle el sistema incluyendo, entre otras funciones, la emisión de la moneda, el establecimiento de las reglas para su funcionamiento, utilización de un registro de contabilidad central y la facultad de retirar unidades de circulación. Contrariamente, las monedas descentralizadas no cuentan con un administrador central" (21). Los sistemas de moneda virtual centralizados requieren que los usuarios tengan cuentas, de modo que dicha entidad pueda administrar las transacciones; no obstante, la autoridad central otorga garantía a los usuarios sobre las transacciones y el fraude en la red puede ser resuelto por ella (22).

Asimismo, las monedas virtuales pueden ser abiertas o cerradas. Las monedas virtuales cerradas son siempre centralizadas, pues solo pueden ser adquiridas con moneda fiduciaria (dinero real), con la finalidad de ser utilizadas en determinados entornos virtuales (es el caso de las "monedas" de los videojuegos) (23).

Si bien existen miles de monedas digitales distintas, tomaremos como ejemplo la más importante, estable y líquida que es el Bitcoin. El Bitcoin es un activo digital descentralizado, que funciona basado en la distribución de transacciones en la red entre diversos operadores denominados nodos, intercambiándose instrucciones codificadas e inscribiéndose en el libro mayor público de la plataforma (vinculado a la tecnología blockchain) (24).

Los Bitcoin, y probablemente la mayoría de las restantes monedas virtuales que se negocian en los mercados de criptomonedas, no cumplen con el requisito del art. 1815 del Cód. Civ. y Com., es decir, no constituyen una fuente de obligaciones a cargo de un emisor, como ocurre con los títulos valores como las acciones, las obligaciones negociables o los valores fiduciarios. Tampoco los Bitcoin —y probablemente la mayoría de las restantes monedas virtuales— dan derecho a su propietario a pedir su rescate mediante

intercambio de dinero fiduciario o bienes, como ocurre con los warrants o las cuotapartes de un fondo común de inversión. Tampoco existe la posibilidad de afectar el Bitcoin en garantía (por ejemplo, prenda) directamente en el sistema. El único derecho posible es el de disponer del mismo mediante su transferencia a otra cuenta dentro del sistema blockchain, sea propia o de un tercero.

Si dicha transferencia es a título oneroso o gratuito, ello resulta ajeno al sistema, excepto que la transferencia se realice dentro de una plataforma especializada (llámese mercado, billetera virtual, broker, etc.), en cuyo caso el activo digital se transfiere al propietario de dicha plataforma (quien abre una "cuenta" en su plataforma al inversor) pudiendo este, como operador, retener los Bitcoin (a modo de bloqueo en garantía de una determinada transacción) o arbitrar intercambios con otras criptomonedas, o con monedas fiduciarias como el Dólar. Eso es todo lo que puede hacerse con el Bitcoin. Los Bitcoin no devengan interés ni utilidades o dividendos, por lo que no se encasillan como deuda (debt) o como capital (equity).

Según indica Mora [\(25\)](#), el Bitcoin es una representación digital de valor que puede ser intercambiada digitalmente, y que funciona como un medio de cambio, y/o una unidad de cuenta, y/o almacenamiento de valor, pero que no tiene curso legal en ninguna jurisdicción, sino que cumple con las funciones mencionadas solo por acuerdo de partes. El valor del Bitcoin reside en que, en la práctica, "el titular de un bitcoin encontrará a muchas personas que le ofrecerán cambiárselo por bienes y servicios, o por monedas de curso legal, a un valor que varía constantemente según las reglas de la oferta y demanda. Ello, por cuanto dichas personas consideran (o apuestan) que podrán utilizar dicho Bitcoin el día de mañana para cambiarlo por un bien o servicio de similar (o mayor) valor, o por una similar (o mayor) cantidad de monedas de curso legal". La conclusión es simple: el Bitcoin no reporta ningún beneficio por sí mismo, sino que su valor se basa en la confianza en el instrumento, que mantendrá o incrementará su precio de intercambio en el futuro. Como se dijo: la única aptitud o funcionalidad técnica que brinda el Bitcoin es el de poder transferirlo.

Entendemos que el solo derecho de disponer del Bitcoin claramente no constituiría la "obligación incondicional e irrevocable de una prestación" que tipifica a los títulos valores, según el art. 1815 del Cód. Civ. y Com. Por ello, no podríamos decir que el Bitcoin constituye un título valor; por lo que no se encontraría sujeto al régimen de la LMC.

No obstante, como se dijo, existen muchas otras monedas virtuales o activos digitales que deberán analizarse detenidamente para verificar si, por poseer una naturaleza distinta al Bitcoin, constituyen títulos valores objeto de oferta pública en su colocación primaria y/o con motivo de su negociación en el mercado secundario. Podría ocurrir incluso que la colocación primaria de un determinado activo digital constituya oferta pública regulada; no así su negociación en el mercado secundario.

Al respecto, FinHub, un área de la SEC, ha avanzado en un análisis similar, brindando parámetros para determinar si un determinado activo digital constituye un investment contract (contrato de inversión) y, consecuentemente, securities (valores negociables), en cuyo caso le aplicarán las leyes federales de valores negociables de los EE.UU. y deberán registrarse ante la SEC.

III. La evaluación de FinHub (SEC)

En el mes de abril de 2019, el sitio de la U.S. Securities and Exchange Commission especializado en innovación y tecnología financiera, FinHub [\(26\)](#) publicó una breve guía para determinar la necesidad de registrar ante la SEC operaciones relacionadas con criptomonedas, tal como la oferta, venta, distribución, marketing, promoción, trading, establecimiento de mercados, tenencia, custodia, servicios financieros y, en particular, las ofertas iniciales de monedas o ICO [\(27\)](#).

El paper emitido por FinHub se centra en la doctrina del caso "Howey" resuelto por la Corte Suprema de Justicia de los EE.UU. [\(28\)](#), bajo el cual se estableció que existe un contrato de inversión y, consecuentemente, "securities" (valores negociables), sujetos a las leyes federales, cuando se reúnen tres requisitos: 1) inversión de dinero; 2) en un emprendimiento común; 3) con una expectativa razonable de ganancias derivadas del esfuerzo de un tercero. El Test Howey incluye tanto el análisis de los términos y forma del instrumento, como de las circunstancias que rodean el activo digital y el modo en que es ofrecido en el mercado primario o secundario.

Según FinHub, el primer requisito, que es el de "la inversión de dinero", se cumpliría en el caso de los activos digitales, ya que en todos los casos estos se intercambian por dinero o por valores equivalentes.

FinHub considera que se cumple, asimismo, con el segundo requisito, que es que exista un "emprendimiento común", ya que siempre está presente en el caso de los activos digitales.

Por otro lado, el tercer elemento, la "expectativa razonable de ganancias derivadas del esfuerzo de un tercero" es, según FinHub, la clave que en este caso determinará el resultado del Test. Al evaluar este requisito, se tendrá en cuenta en primer lugar si existe un promotor o sponsor, si este realiza esfuerzos de gestión que influyan en el éxito del activo digital; y, en su caso, si quienes adquieran dicho activo, podrían estar confiando en dichas gestiones del sponsor, para obtener un lucro.

Podríamos interpretar en este punto que existe una diferencia entre el criterio de la SEC (más amplio) y el del Código Civil y Comercial (más restrictivo), para determinar la existencia de un security o título valor, respectivamente. En nuestro caso la legislación requiere la existencia de una clara obligación de un tercero (generalmente plasmada en el pago de una utilidad o de un interés) incorporada al título valor, mientras que el Test Howey es más amplio, ya que, en la medida que el inversor pudiera haber adquirido el activo confiando en la acción de un sponsor (que pudiera no ser el emisor), que incrementara el valor de intercambio del activo digital, entonces podría estarse en presencia de un security regulado.

Lo que sigue a continuación es un listado de indicios que en la opinión de FinHub, tomados individualmente o en forma colectiva, harían presumir que existe un investment contract o security. No obstante, ninguno de ellos resulta determinante ya que, como se dijo, FinHub analizará la realidad económica de cada caso en concreto, esto es, el contexto en el que es ofrecido y la naturaleza misma del activo.

Indicios de existencia de un security:

- El promotor es responsable —o los inversores esperan que lo sea— por el desarrollo, mejora, operación o promoción de la red.
- Existen tareas esenciales para la red que son realizadas por el promotor —propias de un sistema "centralizado"—, por contraposición a "descentralizado" en el cual una comunidad de usuarios las toma a su cargo.
- El promotor sostiene de algún modo el precio del activo (por ejemplo, a través de recompras), crea o sostiene el mercado secundario.
- El promotor resuelve la compensación de personas que prestan servicios a la red, determina dónde se comercializará, quién recibirá activos digitales adicionales, cómo se aplicarán los fondos producto de la colocación, juega un rol determinante en la validación o confirmación de las transacciones, o en la seguridad de la red.
- El promotor conserva una porción de los activos emitidos, en cuyo caso los inversores podrían presumir que realizará esfuerzos para incrementar el valor del activo, en su propio beneficio.
- El promotor distribuye el activo digital en compensación a su propio personal.
- El promotor conserva o controla directa o indirectamente el derecho de propiedad intelectual de la red o del activo digital.
- El activo digital otorga el derecho a percibir utilidades del emprendimiento financiado (por ejemplo, bajo la forma de dividendos).

Siguiendo los lineamientos de FinHub, podríamos sintetizar que, la presencia de un sponsor o promotor con un determinado grado de gestión de la red, que causa su sustento y sostiene su valor, podría requerir su registración ante la SEC.

Por último, FinHub describe un caso en el que no se presumiría que el activo digital constituye un security: un vendedor minorista que comercializa productos online, que ofrece la venta de activos digitales intransferibles, exclusivamente para la adquisición de sus productos valuados en dicha moneda, pudiendo premiar a sus clientes también con dichos activos digitales.

No obstante, este esquema podría derivar en un investment contract, si el activo digital es ofrecido o vendido a los compradores con un descuento sobre el valor de las mercaderías a ser adquiridas o en cantidades que exceden el uso razonable por el comprador; o existe alguna o ninguna limitación para la transferencia de los activos digitales y el promotor realiza esfuerzos para crear un mercado secundario.

IV. Conclusiones

Las conclusiones del presente trabajo son las siguientes:

- 1) Los activos digitales carecen de un marco regulatorio específico en la Argentina.
 - 2) Solo los activos digitales que constituyan títulos valores se encontrarían sujetos al régimen de oferta pública, de acuerdo con el ámbito de aplicación delimitado por la LMC.
 - 3) En principio, solo los activos digitales que reúnan los requisitos del art. 1815 del Cód. Civ. y Com. constituirían un título valor.
 - 4) El Test Howey establece un estándar más amplio y flexible para determinar la existencia de securities que aquel dispuesto por el art. 1815 del Cód. Civ. y Com. para los títulos valores, pudiendo por ello capturar más fácilmente a determinados activos digitales como instrumentos regulados.
 - 5) Resultaría difícil que alguno de los activos digitales conocidos califique como título valor bajo el art. 1815 del Cód. Civ. y Com. No obstante, la asimilación de un activo digital a un título valor requiere el análisis de su naturaleza y de su modo de distribución, en cada caso en particular.
 - 6) El carácter centralizado o descentralizado del activo digital podría constituir un aspecto relevante para determinar si constituye un título valor.
 - 7) FinHub brinda indicios útiles para determinar la existencia de un sistema centralizado o descentralizado, basándose en la existencia de un promotor o sponsor, y de su grado de gestión.
- (*) Vocal de la Cámara Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa en Actividades Productivas (CAFIDAP), y se especializa en derecho de mercado de capitales, bancario y financiero. Miembro de Mitrani, Caballero & Ruiz Moreno en el área de Industria de Criptomonedas y Activos Digitales.
- (**) Se especializa en operaciones comerciales nacionales e internacionales, proyectos de inversión nacionales y extranjeros, fusiones y adquisiciones. Socia de Mitrani, Caballero & Ruiz Moreno en el área de Industria de Criptomonedas y Activos Digitales.
- (***) Se especializa en operaciones comerciales internacionales, proyectos de inversión, comercio internacional y contratos comerciales internacionales. Socio de Mitrani, Caballero & Ruiz Moreno basado en Suiza en el área de Industria de Criptomonedas y Activos Digitales.
- (****) Se especializa en la estructuración, negociación e implementación de fusiones y adquisiciones en el mercado local y regional, prevención de lavado de activos, en rubros como seguros, financiero, servicios, retail y empresas industriales. Socio de Mitrani, Caballero & Ruiz Moreno en el área de Industria de Criptomonedas y Activos Digitales.
- (1) Denominación tomada asimismo por LANÚS OCAMPO, María Cecilia, "Actualidad en derecho bancario y financiero", LA LEY, 2014-C, 982. Cita online AR/DOC/1699/2014, quien a su vez cita a CARJUZAÁ, Maximiliano.
 - (2) Los distintos posibles marcos regulatorios fueron enumerados por MORA, Santiago J., "Monedas virtuales. Una primera aproximación al Bitcoin", LA LEY, 2016-A, 717. Cita online AR/DOC/3860/2015.
 - (3) BARGALLO CIRIO, Juan Manuel, "Alcances y consecuencias del art. 7º del decreto 15.353/1946 sobre régimen de permiso para el ofrecimiento público de valores", JA 1955-IV, p. 56 y 57. CORDEIRO ÁLVAREZ, Ernesto, "El decreto-ley 15.353/1946 y el ofrecimiento público de valores", JA, 1955-III, p. 24.
 - (4) Según lo apuntan VILLEGAS, Marcelo - KENNY, Mario O., "Oferta pública de valores negociables: Requisito de colocación por oferta pública; emisiones internacionales y contratos de 'underwriting'", LA LEY, 2005-C, 1061.
 - (5) VERGARA DEL CARRIL, Ángel D., "El concepto de oferta pública de títulos-valores", JA Doctrina 1971, Serie Contemporánea, p. 921. DE BAUER, Paulina S., "La Oferta Pública Extrabursátil", Rev. La Información, vol. 25, enero 1972, Buenos Aires, p. 46. GARCÍA CAFFARO, José L., "Cuestión de la oferta pública, su extensión y límites de la facultad de autorizarla", LA LEY, 144-1971, p. 1153. LINARES BRETON, Samuel F. "La ley de oferta pública de títulos valores, bolsas o mercados de comercio y mercado de valores", Ed. La Ley, v. 131, julio-septiembre de 1968, p. 1516.
 - (6) KENNY, Mario O. - SCHEFER, Ricardo, "Obligaciones Negociables", Ed. Abeledo Perrot, p. 151; JELONCHE, Edgar I., "Mercado de Capitales", en Temas de Derecho Comercial, Ed. Belgrano, Buenos Aires, 1980, vol. 3, p. 165; LINARES BRETON, Samuel F., "Operaciones de Bolsa", Ed. Depalma, Buenos Aires, 1980, p. 57; BOLLINI SHAW, Carlos - BONEO VILLEGAS, Eduardo J.,

"Manual para Operaciones Bancarias y Financieras", Ed. Abeledo-Perrot, 4ª ed. actualizada, p. 453.

(7) Entre otros, MALUMIAN, Nicolás - FOSSATI, Gastón, "Oferta Pública de valores negociables en materia tributaria", ED 14 de mayo de 2004; MALUMIAN, Nicolás, "Contratos Derivados (Futuros, Opciones y Swaps). Aspectos Jurídicos y Fiscales", Ed. La Ley, p. 67; SERRANO REDONET, Diego - GRIGIONI, María Gabriela, "¿Cuándo existe una oferta pública de valores negociables?", El Dial.com, Suplemento de Derecho Económico, del 8 de julio del 2004; GIOVENCO, Arturo C., "El prospecto en la oferta pública", Ed. Ad-Hoc, 2003; CAMERINI, Marcelo A., "La oferta pública y la colocación privada", LA LEY, 2003-E, 1025; FERNÁNDEZ MADERO, Nicolás, "El control de la Oferta Pública", IMP 7, abril 2003 (Ed. La Ley), p. 177, "Oferta Pública: El caso 'Havanna'", IMP2003-A, p. 213; "Oferta Privada de Valores Negociables", ED del 7 de noviembre de 2003; "El concepto de oferta pública y su reglamentación. Hacia una reforma de la ley 17.811", JA (Lexis Nexis) del 27 de octubre de 2004; "Nuevos apuntes sobre el control de la oferta pública", IMP, 8, abril 2009 (Ed. La Ley), p. 643.

(8) La propia CNV cita en estos sumarios a BACQUÉ, Jorge A., "Requisitos para efectuar oferta pública de títulos valores en el régimen de la ley 17.811".

(9) En los casos de oferta pública irregular, este es generalmente el elemento en discusión. Las invitaciones realizadas a personas "indeterminadas" constituyen oferta pública, mientras que aquellas realizadas a personas "determinadas" no lo serían. Por esta razón, se acepta como oferta "privada" —y, por ende, que no requiere autorización de la CNV—, la oferta dirigida en forma individual, a una persona determinada. En el caso de oferta de activos digitales, este elemento no estaría en discusión, ya que, al realizarse las transacciones a través de Internet, el sujeto receptor de las invitaciones a realizar actos jurídicos con activos digitales es siempre indeterminado.

(10) En el caso de oferta de activos digitales, no estaría en duda la existencia de este elemento, ya que los medios utilizados son siempre de difusión masiva (básicamente Internet).

(11) LORENZETTI, Ricardo L., "Código Civil y Comercial de la Nación Comentado", Rubinzal-Culzoni Edit., t. VIII, p. 761.

(12) (Cód. Civ. y Com.) Art. 1820.— "Libertad de creación. Cualquier persona puede crear y emitir títulos valores en los tipos y condiciones que elija. Se comprende en esta facultad la denominación del tipo o clase de título, su forma de circulación con arreglo a las leyes generales, sus garantías, rescates, plazos, su calidad de convertible o no en otra clase de título, derechos de los terceros titulares y demás regulaciones que hacen a la configuración de los derechos de las partes interesadas, que deben expresarse con claridad y no prestarse a confusión con el tipo, denominación y condiciones de los títulos valores especialmente previstos en la legislación vigente. Solo pueden emitirse títulos valores abstractos no regulados por la ley cuando se destinan a ofertas públicas, con el cumplimiento de los recaudos de la legislación específica; y también cuando los emisores son entidades financieras, de seguros o fiduciarios financieros registrados ante el organismo de contralor de los mercados de valores".

(13) (LMC) Art. 3º.— "Cualquier persona jurídica puede crear y emitir valores negociables para su negociación en mercados de los tipos y en las condiciones que elija, incluyendo los derechos conferidos a sus titulares y los demás términos y condiciones que se establezcan en el acto de emisión, siempre que no exista confusión con el tipo, denominación y condiciones de los valores negociables previstos especialmente en la legislación vigente. A los efectos de determinar el alcance de los derechos emergentes del valor negociable así creado, debe estarse al instrumento de creación, acto de emisión e inscripciones registrales ante las autoridades de contralor competentes".

(14) PARODI, Horacio, "Títulos de crédito", Ed. Ábaco de Rodolfo Depalma, t. 2, p. 357.

(15) RIVERA, Julio César - MEDINA, Graciela, "Código Civil y Comercial de la Nación comentado", Ed. La Ley, t. V, p. 142.

(16) MORA, Santiago J., ob. cit.

(17) ERASO LOMAQUIZ, Santiago E., "Las monedas virtuales en el Derecho argentino. Los Bitcoins", LA LEY, 2016-A, 717. Cita online AR/DOC/4070/2015.

(18) LUCIANI, Fernando J., "Bolsas y mercados de valores y cereales", Ed. La Ley, Buenos Aires, 2013, 1ª ed., p. 148, quien a su vez define a los valores negociables como "instrumentos jurídicos (cartulares, anotaciones o electrónicos) representativos de activos (reales o financieros) que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los

mercados financieros (negociables en Bolsas y Mercados)".

(19) Denominación tomada asimismo por LANÚS OCAMPO, María Cecilia, "Actualidad en derecho bancario y financiero", LA LEY, 2014-C, 982. Cita online AR/DOC/1699/2014, quien a su vez cita a CARJUZAÁ, Maximiliano.

(20) ALTERINI, Jorge H., "Código Civil y Comercial Comentado - Tratado Exegético", Ed. La Ley, t. VIII, p. 589.

(21) ERASO LOMAQUIZ, Santiago E., ob. cit.

(22) NÚÑEZ, Javier F., "Implicancias legales del bitcoin", JA 2018-II, 1208. Cita online AR/DOC/3051/2018.

(23) ERASO LOMAQUIZ, Santiago E., ob. cit.

(24) NÚÑEZ, Javier F., ob. cit.

(25) MORA, Santiago J., "La tecnología blockchain. Contratos inteligentes, ofertas iniciales de monedas y demás casos de uso", LA LEY, 2019-B, 786. Cita online AR/DOC/537/2019.

(26) Fuente: <https://www.sec.gov/finhub>.

(27) Fuente: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-framework-investment-contract-analysis-digital-assets>.

(28) "SEC vs. W. J. Howey Co.", 328 U.S. 293 (1946). En el mismo sentido, "United Housing Fund., Inc. vs. Forman", 421 U.S. 837 (1975); "Tcherepnin vs. Knight", 389 U.S. 332 (1967); y "SEC vs. C.M Joiner Leasing Corp.", 320 U.S. 344 (1943).

© Thomson Reuters