

Sumarios

La creciente adopción de criptoactivos como XRP plantea desafíos significativos para las categorías jurídicas tradicionales, ejemplificados en la reciente batalla legal entre la SEC y Ripple Labs Inc. La prueba de Howey, herramienta utilizada por organismos como la SEC para determinar la existencia de un valor, pertenece a un paradigma del pasado en lo que respecta a los criptoactivos. En su fallo del 13 de julio de 2023, la jueza Analisa Torres determinó que XRP no es un *security* para inversores minoristas, pero sí para los institucionales, subrayando la necesidad de un marco regulatorio específico para criptomonedas. Ripple Labs destaca la insuficiencia de la prueba de Howey para evaluar criptoactivos en el contexto actual, con argumentos de peso, como el hecho que XRP es una moneda utilizada en pagos transfronterizos y no depende de la empresa.

La prueba de Howey es insuficiente para considerar a XRP como un *security*

Por Carlos Martín Rabazzi

La irrupción de los criptoactivos implica una serie de desafíos para los beneficios que nos reportan en múltiples ámbitos, como las finanzas o la tecnología, que nos da la posibilidad de validar transacciones, que implican un punto de partida con un devenir desconocido, pero muy promisorio. Uno de los desafíos es también pensar la aplicación de categorías jurídicas en ellos.

En el reciente acontecer, tenemos el supuesto de la batalla legal de una criptomoneda, como es la XRP, y la aplicación de la prueba de Howey por parte de la SEC. El análisis de dicha cuestión nos permitirá enriquecer nuestros puntos de vistas, particularmente el jurídico, y tener base para analizar diversas situaciones a futuro que sin duda se irán suscitando a medida que el crecimiento exponencial de las criptomonedas en la vida cotidiana vaya teniendo lugar.

Haciendo un breve repaso de dicha controversia, la SEC (Comisión de Bolsa y Valores de EE. UU.) demandó a Ripple Labs Inc. y a sus directivos Christian Larsen (CEO inicial de Ripple Labs Inc.) y Bradley Garlinghouse (CEO actual de Ripple Labs Inc.) por realizar ventas millonarias de XRP sin la correspondiente registración y sin proveer la información financiera y gerencial adecuada.[1] Argumenta la SEC en su demanda que dichas ventas, efectuadas desde el año 2013, constituyen una violación de una ley de 1933, siendo que XRP representa un contrato de inversión y, por ende, un título valor (*security*)[2], y que Ripple había recibido consejo legal de que, bajo ciertas circunstancias, la venta de XRP podría ser considerada como un contrato de inversión. Según el letrado de Ripple Labs Inc., Stuart Alderoty, resulta llamativo que la “oferta” a la que hace alusión se realizó en el marco temporal desde el 2013 hasta el 2020 y que el contrato de inversión entero representa a XRP, lo cual sería un sinsentido.[3] Además, argumentan que Ripple Labs Inc. se habría financiado con las ventas por más de mil trescientos millones de dólares, y que habría utilizado ese activo para pagar, entre otros, servicios laborales.[4] También se acusa en la demanda a los directivos Larsen y Garlinghouse por realizar ventas personales no registradas del supuesto título valor por un total de USD 600 millones.

El letrado de Ripple Inc., Stuart Alderoty, también manifiesta que Garlinghouse ve el **XRP como una moneda similar a Bitcoin o Ethereum**,[5] por lo que no se aplicarían las regulaciones pertinentes a los *securities*, teniendo un marco regulatorio mucho más laxo, y que, además, no interrumpiría las actividades de la empresa, o por lo menos no la pondrían en riesgo. Asimismo, según Garlinghouse, las deficiencias propias de no tener un marco regulatorio claro son lo que provocan que al día de la fecha XRP no se utilice como producto principal en uso por los bancos.[6]

Cuando analizamos las implicancias de que se considere a XRP como un *security* en lugar de una criptomoneda, observamos que tienen un marco regulatorio mucho más gravoso. En efecto, de ser considerado un *security*, sería regido por un amplio rango de leyes federales y potencialmente estatales de *securities*, regulaciones que van a definir cómo debe ser ofrecido a los inversores, vendido y distribuido,

cuáles son los *disclosures* necesarios y cómo deberían manejarlo las instituciones financieras y los proveedores de infraestructura que respaldan su emisión, gestión y comercialización. Además, esto desencadenaría en que, si los activos digitales pueden ser considerados contratos de inversión, sean objeto de toda la amplitud regulatoria de leyes de valores de EE. UU. para emisores, inversores y otros socios que pueden facilitar las transacciones relacionadas con dichos activos.[7]

Dicho esto, analicemos el instrumento con el cual la SEC consideró a XRP como un *security* en lugar de una criptomoneda: la prueba de Howey. Este último es un *landmark* de la Corte Suprema de Justicia en el caso de la SEC contra W. J. Howey & co., y consiste en cuatro criterios —llamados *prongs*— que permitirían arribar a la conclusión de que nos encontramos frente a un contrato de inversión. Para ello, es necesario analizar los hechos y circunstancias de los instrumentos en cuestión. Los cuatro *prongs* son los siguientes:

- 1) Existencia de una inversión de dinero (*investment*).
- 2) En una empresa en común (*common enterprise*).
- 3) Expectativa razonable de ganancia. (*profit expectation*).
- 4) Que la expectativa de ganancias se base en los esfuerzos empresariales o gerenciales de otros (*effort of others*).[8]

Si bien la prueba de Howey nació en un contexto absolutamente diferente al de los criptoactivos, puesto que se originó en una disputa relacionada con el cultivo de cítricos en la Florida y en una época diferente a la actual (1946), la SEC lo consideró de aplicación al caso de XRP.

En efecto, con respecto al primero de los requisitos, la **inversión**, se cumple al poder comprar, vender e intercambiar XRP.[9] En cuanto al segundo, la **empresa en común** parece ser cumplida al vincular la SEC a XRP con Ripple Labs.[10] Por su parte, la **expectativa razonable de ganancias** se cumple con la compra por parte de minoristas y *traders* de XRP por la expectativa de ganar dinero[11], si bien puede ser utilizada como *utility token* en algunos casos. Y con respecto al último *prong*, el referido al **esfuerzo de otros**, se cumple con la expectativa de los inversores de anuncios y actividad de Ripple Labs. Para Ripple Labs Inc., de ninguna manera se cumple la prueba de Howey, en tanto que 1) **XRP es una divisa** usada en pagos transfronterizos; 2) las funciones y casos de uso de XRP **no dependen de Ripple Labs**; 3) **XRP es una red descentralizada** y no debería definirse como una parte de una compañía en lo referente al segundo *prong*. [12]

La SEC, en cambio, no considera a Bitcoin como un *security*, en tanto que, al analizarlo con la óptica de la prueba de Howey, los *prongs* 1 (inversión) y 3 (expectativa de ganancias) se cumplen, pero el segundo no (en tanto que, al ser descentralizado, dado que ni siquiera se conoce la existencia real de Satoshi Nakamoto, no habría empresa común, ni horizontal ni vertical), y el 4 tampoco (las ganancias dependen del propio trabajo de los mineros).[13] Esto último haría que la prueba también falle con respecto a Ethereum.

El veredicto

En una fecha muy reciente (13 de julio de 2023), la jueza Analisa Torres falló en lo que pareciera ser, *prima facie*, a favor de Ripple Labs Inc., al dictaminar que "XRP, como token digital, no es en sí mismo un 'contrato, transacción o esquema' que incorpore los requisitos de Howey de un contrato de inversión". Por ende, no se lo considera un título valor o *security* que pueda generar expectativas de ganancias por medio de terceros, por lo que, con respecto a los inversores minoristas, el tercer *prong* no resulta compatible. [14] Sin embargo, no fue así con los inversores institucionales, dado que la oferta constituyó una violación de normas de *securities* y, por lo tanto, una oferta irregular. Esto último es el punto fuerte para la SEC, que considera que proseguirá en su batalla legal, y que podría apelarse, sobre la base de que la jueza federal dictaminó que Ripple no violó las leyes de valores al ofrecer su token nativo XRP a inversores minoristas, pero sí lo hizo cuando se trataba de inversores institucionales.[15]

La resolución deja un sabor agri dulce, en tanto que, si bien consideró que las ventas de XRP, fuera de las que realizara Ripple a inversores institucionales, no constituyeron un contrato de inversión, no parece dejar de lado la utilización de la prueba de Howey a los efectos de dictaminar si un título valor es un *security* o no. En efecto, la Corte indicó que los inversores institucionales adquirieron el token como una inversión basada en los esfuerzos de Ripple Labs[16], lo que es un aspecto central de la aplicación de la prueba de Howey.

La sentencia de la jueza Torres, por ende, no sería del todo positiva, en tanto que no se ha dejado de lado la utilización de la prueba de Howey, que considero que ha devenido en anacrónico siempre que evada de dicho análisis el hecho de que ciertos criptoactivos como XRP pueden considerarse *utility tokens*. La utilidad es un factor clave, que permitiría descartarlo, de llano, como un *security*. En el caso de XRP, por

ejemplo, agilizaría a nivel internacional las transacciones ofreciendo mejoras en cuanto a precio o velocidad de estas. De hecho, Ripple no ha ocultado su objetivo de proporcionar una alternativa a la red SWIFT para los asentamientos internacionales utilizando XRP en un *framework* de tecnología DLT descentralizada super rápida.[17]

Conclusión

Las intenciones de Ripple de ofrecer un producto de mejor calidad y menor precio y la ambición de la empresa para que sea adoptada su plataforma por los bancos y entidades financieras tradicionales no es un dato por desmerecer, sino todo lo contrario, un factor que debemos tener en cuenta al analizar este tipo de cuestiones. Asimismo, a la hora de analizar un eventual marco regulatorio, cuestión que seguramente el fallo de la jueza Torres catalice, debemos priorizar el crecimiento de estas empresas y fomentar, o, mejor dicho, no obstaculizar su uso por la sociedad. Queda claro que proseguir en un rally persecutorio como el que está llevando adelante la SEC y otros organismos regulatorios no es algo bueno, puesto que inhibiría todo el potencial que los criptoactivos y sus tecnologías adyacentes pueden brindar, además de que llevaría inexorablemente a favorecer ciertos criptoactivos, como Bitcoin y Ethereum, que no tendrían el yugo de la legislación de *securities*, frente a otros como XRP. No importan las supuestas buenas intenciones por parte de los organismos regulatorios de tutelar los derechos de los inversores. El camino al infierno está empedrado de buenas intenciones, reza el dicho.

Con respecto a la utilización de un instrumento como la prueba de Howey para analizar si un activo como las criptomonedas es un valor, resultaría totalmente anacrónico, como se ha expresado anteriormente. O al menos su aplicación pura y dura, que no tenga en cuenta su utilidad, lo aleja de ser considerado un valor. No niego que la prueba de Howey u otras que la SEC ha considerado aplicables (como la prueba de Reves o la de Gary Plastic[18]) sean aplicables, sino que no pueden ser aplicables desde una óptica estricta que no tenga en cuenta el carácter de *utility* del token en cuestión. Esto quedará a criterio del juzgador, quien deberá tener en cuenta todas estas circunstancias.

Por último, resultaría llamativo, en un país como Estados Unidos, donde la libre competencia es un valor, que un organismo estatal salga a batallar como lo ha hecho la SEC, inclusive insistiendo actualmente luego de su derrota en un juzgado federal. Resultaría llamativo si olvidáramos que ese trasfondo denota una lucha aún mayor: la de los poderes reguladores del Estado frente al individuo, que ve en los criptoactivos un escape frente al avasallante aparato estatal. No debemos olvidar que transacciones más rápidas y de menor costo producto de la libre competencia beneficiarían a la sociedad en su conjunto. De ninguna manera el Estado debería obstaculizar el desarrollo exponencial que estas tecnologías pueden llevar adelante, por lo que esta batalla no es de Ripple, ni siquiera de las criptomonedas, sino de la sociedad en su conjunto que desea obtener mejores productos y servicios, con mayor calidad y menor precio.

Notas

[1] “Over a years-long unregistered offering of securities (the ‘Offering’), Ripple was able to raise at least \$1.38 billion by selling XRP without providing the type of financial and managerial information typically provided in registration statements and subsequent periodic and current filings”. (Southern District of New York, Summary n.º 3, “Securities and Exchange Commission vs. Ripple Labs Inc., Bradley Garkinghouse y Christian A. Larsen”, Case 1:20-cv-10832, 22 de diciembre de 2020).

[2] “206. At all relevant times during the Offering, XRP was an investment contract and therefore a security subject to the registration requirements of the federal securities laws”. (Southern District of New York, Summary n.º 3, “Security and Exchange Commission...”, op. cit.).

[3] Alderoty, Stuart [@s_alderoty]. (2023, mayo 8). “The ‘Offering’ = The 7 year time period covered by the complaint (2013-2020). The SEC, touting their nonsensical ‘embodiment theory’, told the Court that XRP itself ‘represents the investment contract’ in filings [Tweet]. Twitter.

[4] Vid. <https://www.criptonoticias.com/judicial/sec-demando-ripple-fundadores-ventas-millonarias-xrp/>

[5] Vid. <https://es.beincrypto.com/ripple-espera-demanda-se-considerar-token-xrp-valor/>

[6] Vid. <https://es.beincrypto.com/ripple-xrp-pretende-reubicar-sede-londres-por-condiciones-regulatorias-favorables/>

[7] Vid. <https://www.sifma.org/resources/news/when-is-a-digital-asset-a-security/>

[8] Vid. <https://www.sifma.org/resources/news/when-is-a-digital-asset-a-security/>

[9] Vid. <https://es.beincrypto.com/aprende/test-howey/>

[10] “213. Consistent with its privately-stated understanding, Ripple publicly offered and sold XRP as an investment into a common enterprise that included Ripple’s promises to undertake significant entrepreneurial and managerial efforts, including to create a liquid market for XRP, which would in turn

increase demand for XRP and therefore its price” (Southern District of New York, Summary n.º 3, “Securities and Exchange Commission...”, op. cit.).

[11] Vid. <https://es.beincrypto.com/aprende/test-howey/>

[12] Vid. <https://es.beincrypto.com/aprende/test-howey/>

[13] Vid. <https://es.beincrypto.com/aprende/test-howey/>

[14] “Therefore, having considered the economic reality and totality of circumstances, the Court concludes that Ripple’s Programmatic Sales of XRP did not constitute the offer and sale of investment contracts” (Southern District of New York, Summary n.º 3, “Securities and Exchange Commission...”, op. cit.).

[15] Vid. <https://www.ambito.com/finanzas/clave-el-mundo-cripto-la-sec-el-caso-ripple-xrp-se-resolvio-erroneamente-y-apelaria-n5777814>

[16] Vid. <https://www.investopedia.com/xrp-token-not-a-security-judge-rules-but-ripples-institutional-xrp-sales-broke-the-law-7560765>

[17] Vid. <https://es.beincrypto.com/ripple-xrp-pretende-reubicar-sede-londres-por-condiciones-regulatorias-favorables/>

[18] Vid. <https://es.beincrypto.com/aprende/test-howey/>
