

ACTIVOS DIGITALES: PANORAMA GENERAL, DLT EN MERCADOS, Y RETOS Y OPORTUNIDADES

Desarrollo de los Mercados de Valores

Colaboración con FIAB

Panamá, marzo 2026

FRANCISCO DEL OLMO
SUBDIRECTOR FINTECH & CIBERSEGURIDAD
folmo@cnmv.es
CNMV España

► PANORAMA DE LOS ACTIVOS DIGITALES

LOS TRES ÁMBITOS DLT



Criptoactivos



**DLT en los Mercados de
Valores**



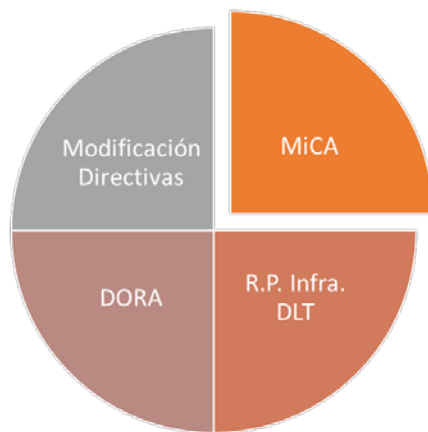
Tokenización (RWA)

▶ LOS ACTIVOS DIGITALES

REGLAMENTO MiCA

En septiembre de 2020, la Comisión Europea publicó el **Digital Finance Package**, cuyo objetivo es alcanzar un mercado financiero competitivo, innovador y con capacidad de adaptación a la digitalización, a la vez que mantenga la protección a los consumidores y la estabilidad financiera.

El DFP incluye, entre otras iniciativas, la propuesta de Reglamento para la regulación del mercado de criptoactivos (MiCA).



¿Qué objetivos persigue MiCA?

- Regular la emisión de ciertos criptoactivos, servicios de criptografía y los requisitos que han de cumplir los proveedores.
- Otorgar seguridad jurídica, apoyar la innovación y proteger a los consumidores.
- Facilitar la financiación y los medios de pago.
- Garantizar la estabilidad financiera, frente a las emergentes *stablecoins*.

Nueva Administración EEUU 2025

- Genius Act
- Clarity Act
- SEC Julio 2025: "Most crypto assets are not securities"

▶ LOS ACTIVOS DIGITALES

REGLAMENTO MiCA

Criptoactivo (CA)

“representación digital de un valor o de un derecho que puede transferirse y almacenarse electrónicamente, mediante la tecnología de registro distribuido o una tecnología similar.”

Proveedor de Servicios CA

“persona jurídica u otra empresa cuya actividad o negocio consiste en la prestación profesional de uno o varios servicios de criptoactivos a clientes y que está autorizada a prestar servicios de criptoactivos de conformidad con el artículo 59”.

“electronic money token” (EMT)

“Ficha de dinero electrónico” o “e-money token”: “criptoactivo que, a fin de mantener un valor estable, se referencia al valor de una moneda oficial”.

“asset-referenced token” (ART)

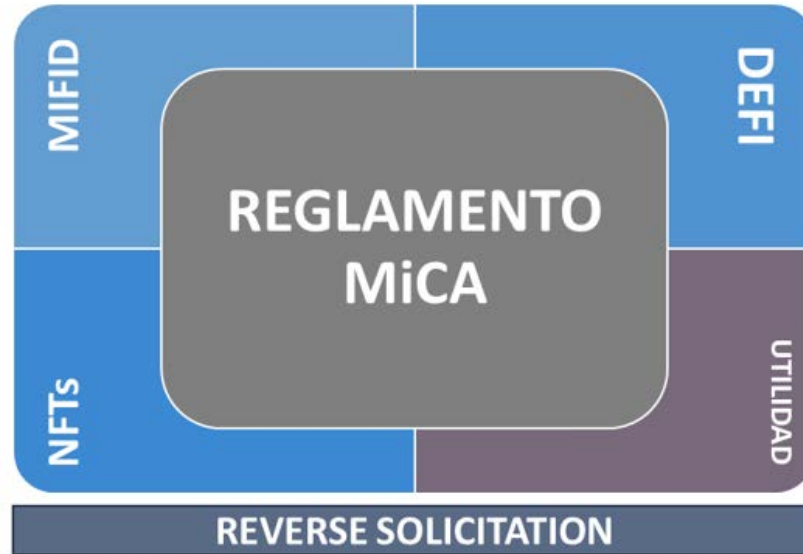
“Ficha referenciada a activos” o “asset-referenced token”: “tipo de criptoactivo que no es una ficha de dinero electrónico y que pretende mantener un valor estable referenciado a otro valor o derecho, o a una combinación de ambos, incluidas una o varias monedas oficiales”.

CA distintos de ART y EMT

Resto de criptoactivos que no sean ART o EMT.

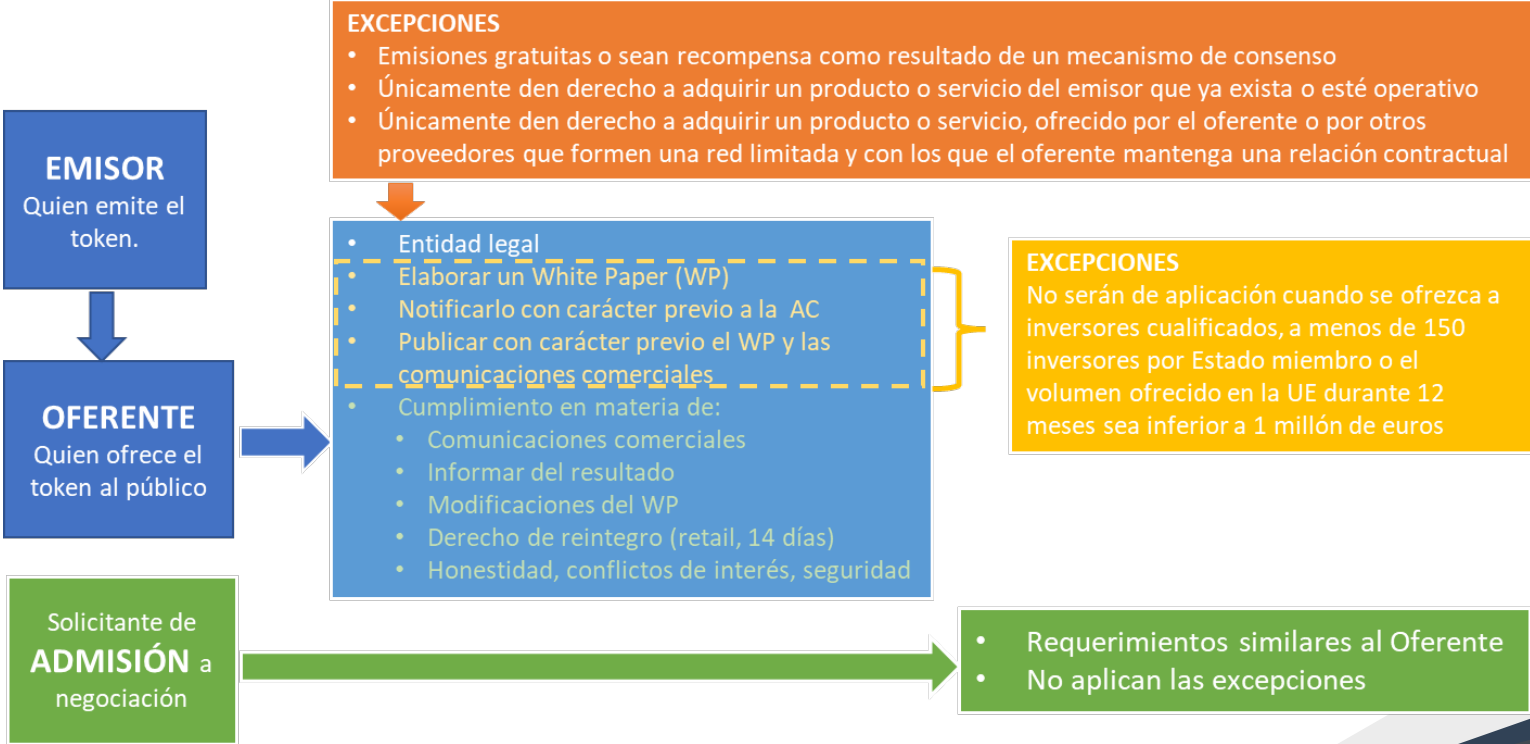
► LOS ACTIVOS DIGITALES

ÁMBITO DEL REGLAMENTO MiCA



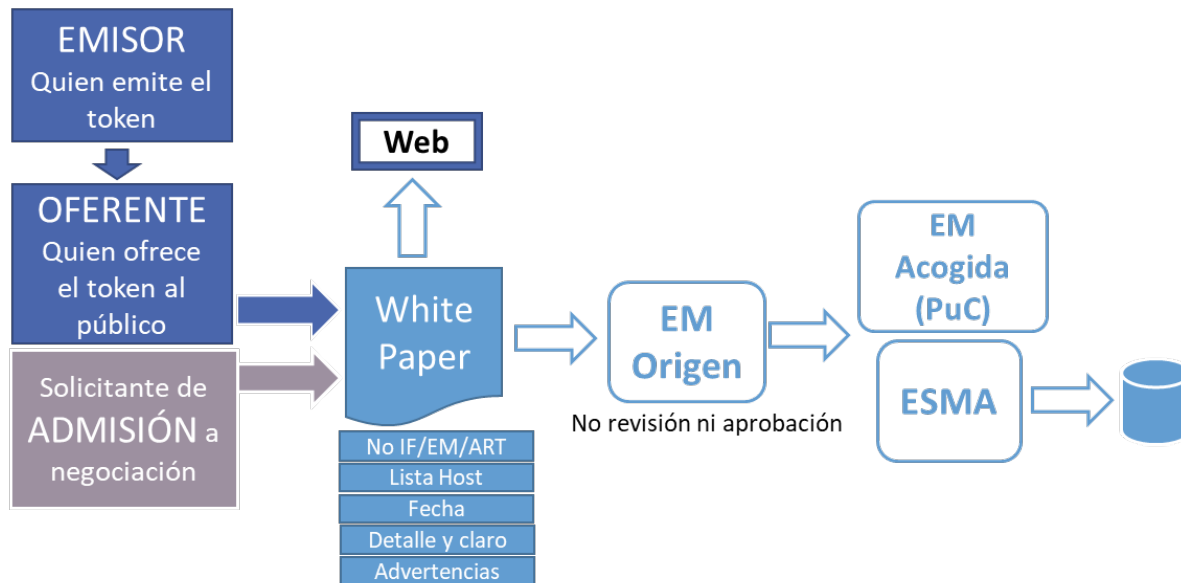
▶ LOS ACTIVOS DIGITALES

EMISIONES DE CRIPTOACTIVOS



▶ LOS ACTIVOS DIGITALES

EMISIONES DE CRIPTOACTIVOS



▶ LOS ACTIVOS DIGITALES

EMISIONES DE CRIPTOACTIVOS

EMT	
Emisor	Entidad de crédito o de Dinero electrónico
Excepción	-
Requisitos	WP -> NCA -> EBA
Derecho a redención	Redención 1 a 1
Monitorización	-
Otros requisitos	No pueden dar intereses
Supervisor	NCA o EBA (significant EMTs)

- Su función en el mundo de los criptoactivos es similar a la del **dinero FIAT** en los mercados de capitales, por lo que resultan necesarias para los inversores
- Se están incorporando progresivamente como un **medio de pago transfronterizo y remesas**, aunque todavía de forma muy limitada
- **Respaldadas** mayoritariamente por deuda EEUU (T-Bill), por lo que los emisores se convierten en relevantes financiadores. Superan los 300 mil millones USD, con Tether 60%.
- Las respaldadas por **euros** son muy poco significativas. Hay **30 registradas** hasta el momento, destacando únicamente **EUROC de CIRCLE**. Además genera un problema al aprobarse emisiones de EMTs vinculadas al dólar (USDC EDE en Francia): **multiemisión**
- La fuerte dolarización tiene implicaciones en la estrategia financiera europea por lo que hay que dar seguimiento a los proyectos de emisiones de monedas estables vinculadas al euro y respaldadas por deuda europea (**QIVALIS**).
- **doble naturaleza** de los EMTs: Criptoactivo (MICA) y Dinero Electrónico (PSD2)
- Necesidad de **doble autorización**
- **Statement de EBA** que establece un deadline hasta marzo para obtener esta licencia o acuerdo con una entidad de pago o banco.

▶ LOS ACTIVOS DIGITALES

EMISIONES DE CRIPTOACTIVOS

EMT	
Emisor	Entidad de crédito o de Dinero electrónico
Excepción	-
Requisitos	WP -> NCA -> EBA
Derecho a redención	Redención 1 a 1
Monitorización	-
Otros requisitos	No pueden dar intereses
Supervisor	NCA o EBA (significant EMTs)

- Su función en el mundo de los criptoactivos es similar a la del **dinero FIAT** en los mercados de capitales, por lo que resultan necesarias para los inversores
- Se están incorporando progresivamente como un **medio de pago transfronterizo y remesas**, aunque todavía de forma muy limitada
- Vinculadas mayoritariamente al **dólar** y respaldadas por deuda EEUU (T-Bill), por lo que los emisores se convierten en relevantes financiadores. Superan los 300 mil millones USD, con Tether 60%.
- Las respaldadas por **euros** son muy poco significativas. Hay **30 registradas** hasta el momento, destacando únicamente **EUROC de CIRCLE**. Además genera un problema al aprobarse emisiones de EMTs vinculadas al dólar (USDC EDE en Francia): **multiemisión**. Proyectos:
- La fuerte dolarización tiene implicaciones en la estrategia financiera europea por lo que hay que dar seguimiento a los proyectos de emisiones de monedas estables vinculadas al euro y respaldadas por deuda europea (**QIVALIS y G7**).
- **doble naturaleza** de los EMTs: Criptoactivo (MICA) y Dinero Electrónico (PSD2)
- Necesidad de **doble autorización**
- **Statement de EBA** que establece un deadline hasta marzo para obtener esta licencia o acuerdo con una entidad de pago o banco.

▶

LOS ACTIVOS DIGITALES

PROVEEDORES DE SERVICIOA DE CRIPTOACTIVOS

MiCA	MiFID	OTROS
Gestión de una plataforma de negociación de CA	Gestión de SMN Gestión de SOC	
Intercambio de CA por fondos Intercambio de CA por otros CA	Negociación por cuenta propia	
Ejecución de órdenes en nombre de clientes	Ejecución de órdenes por cuenta de terceros	
Colocación de CA	Aseguramiento de IF o colocación de IF sobre la base de un compromiso firme Colocación de IF sin base en un compromiso firme	
Recepción y transmisión de órdenes en nombre de terceros	Recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más IF	
Asesoramiento en materia de CA	Asesoramiento en materia de inversión	
Gestión de carteras de CA	Gestión de carteras de IF	
Custodia y administración de CA	Custodia y administración de IF	CSDR (Anexo, Sección B, punto 3)
Transferencia de CA		

▶

LOS ACTIVOS DIGITALES

PROVEEDORES DE SERVICIOA DE CRIPTOACTIVOS

Régimen de Notificación	SV	AV	SGC	EAFI	O.Rector MR	SGIIC / AIFM	DCV	EC	EDE
1. Custodia y administración	✓	✓	×	×	×	×	✓	✓	✓(*)
2. Gestión plataforma de negociación	✓	✓	×	×	✓	×	×	✓	×
3. Intercambio de CA por fondos u otros CA	✓	×	×	×	×	×	×	✓	×
4. Ejecución de órdenes en nombre de clientes	✓	✓	×	×	×	×	×	✓	×
5. Colocación	✓	✓	×	×	×	×	×	✓	×
6. Recepción y transmisión de órdenes	✓	✓	✓	×	×	✓	×	✓	×
7. Gestión de carteras	✓	✓	✓	×	×	✓	×	✓	×
8. Asesoramiento	✓	✓	✓	✓	×	✓	×	✓	×
9. Servicios de transferencias	×	×	×	×	×	×	×	✓	✓(*)

(*) Solo en lo que respecta a los e-money token que emita

▶ LOS ACTIVOS DIGITALES

ABUSO DE MERCADO

- Disposiciones de prevención y prohibición del abuso de mercado en relación con criptoactivos, con habilitaciones para el supervisor y régimen sancionados propio:
 - Información privilegiada
 - Manipulación de mercado
- Régimen similar al régimen de prevención y prohibición de abuso de mercado establecido en MAR (i.e. definiciones y conductas prohibidas).
 - **NO** se prevé obligación de lista de iniciados
 - **SÍ** Difusión pública de información privilegiada
 - **SÍ** Operaciones sospechosas (COS)
 - **NO** se prevé transaction reporting
 - **SI** se prevé mantenimiento de registros a disposición de la Autoridad

Directrices ESMA 2024

Clasificación de cryptoactivos como Instrumentos Financieros



- ✓ 9 directrices
- ✓ Los instrumentos Financieros tokenizados deben seguir considerándose instrumentos financieros a todos los efectos regulatorios
- ✓ Instrumento Financieros → Solo los CA que presenten características equivalentes a los IF del Anexo de MiFID II

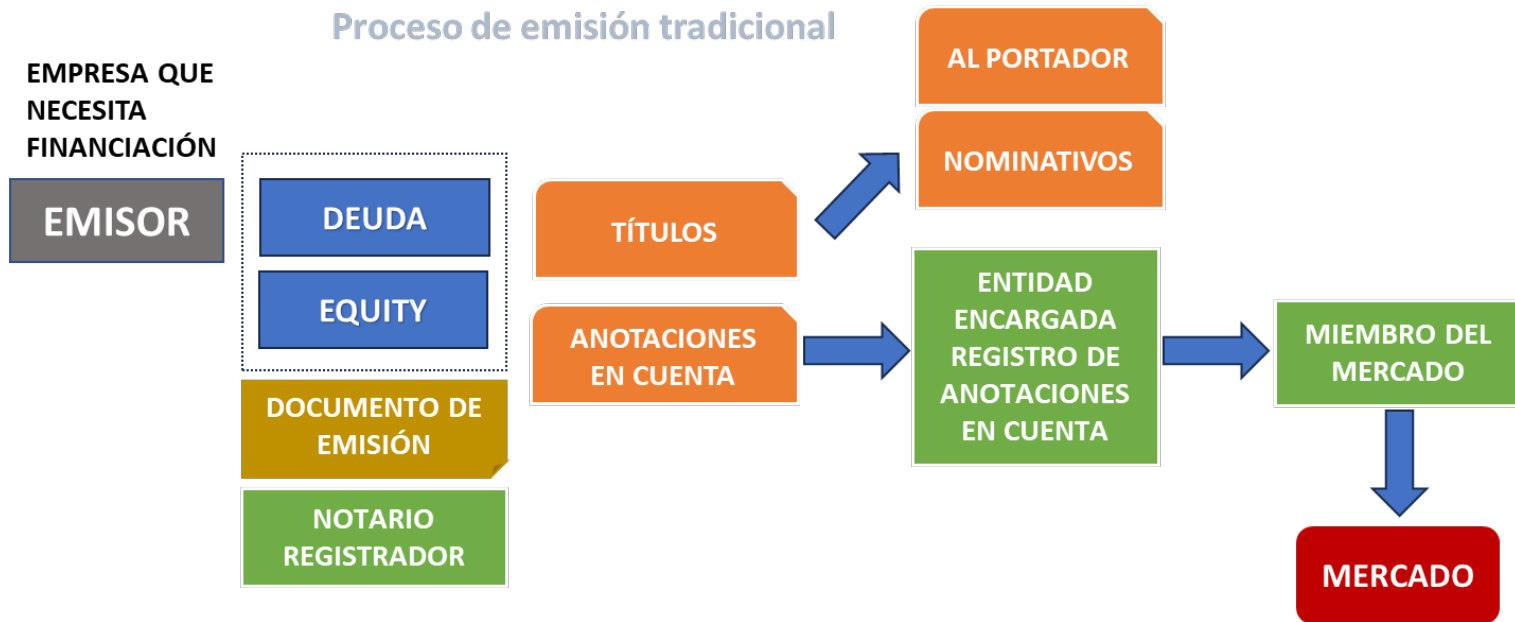
*Las autoridades nacionales competentes y los participantes en el mercado financiero deberán clasificar los cryptoactivos como valores negociables si confieren a sus titulares **derechos equivalentes** a los concedidos por acciones, bonos,....*

Criptoactivos de financiación

- ☐ Financiación de proyectos
- ☐ Vinculados a la economía real
- ☐ Flujos económicos
- ☐ Oportunidades de inversión

▶ LOS ACTIVOS DIGITALES

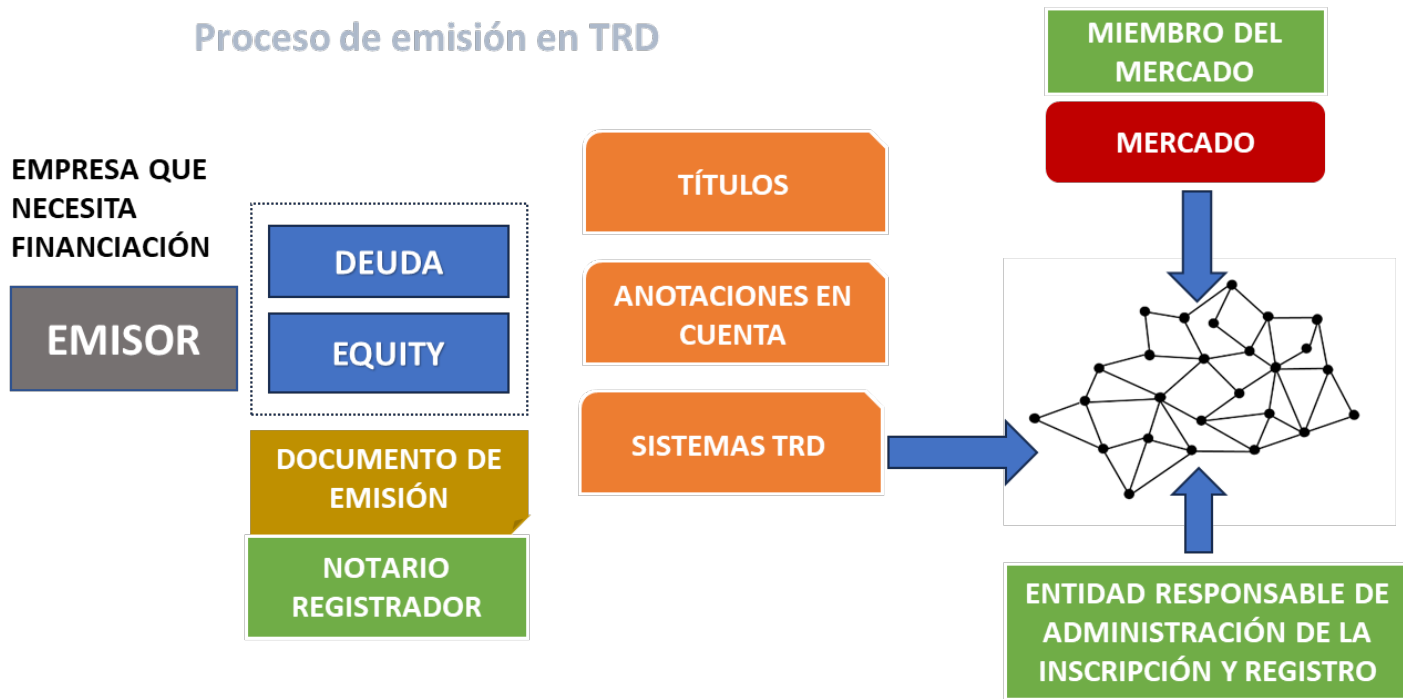
LMV: Representación en DLT



▶ LOS ACTIVOS DIGITALES

LMV: Representación en DLT

Proceso de emisión en TRD



▶ LOS ACTIVOS DIGITALES

LMV: Representación en DLT

Los Smart Contracts de emisión



Los security tokens se generan a partir de un Smart Contract de emisión que define su naturaleza y características.

Estándares: T-REX

Los Smart Contracts de emisión

La Entidad Responsable de la Administración de la Inscripción y Registro

CONCLUSIONES

- Aun cuando el registro se lleve en una red pública no permissionada, es posible gestionar de forma centralizada y supervisada una emisión.
- El administrador de un Smart Contract de emisión puede gestionar aquellas funciones que son necesarias para la correcta llevanza del registro, aun cuando el registro lo lleve la propia Blockchain.
- Se están creando estándares (T-REX) para poder gestionar las emisiones de acuerdo a sus necesidades. Esto va a ser básico para la interoperabilidad de los mercados.

► LOS ACTIVOS DIGITALES

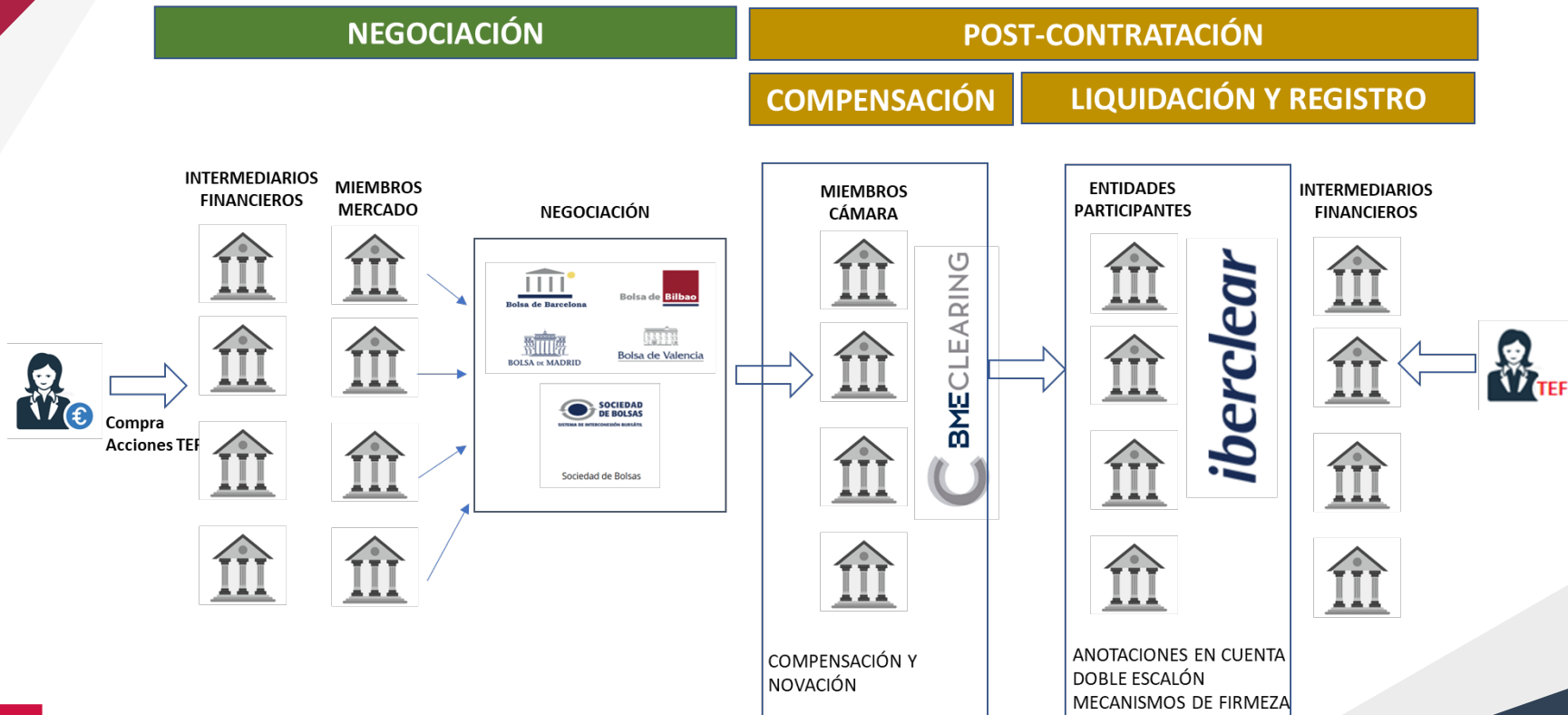
Los Smart Contracts de emisión

La Entidad Responsable de la Administración de la Inscripción y Registro



▶ LOS ACTIVOS DIGITALES

Sistema actual de negociación y poscontratación



El Reglamento del Régimen Piloto contempla tres tipos de infraestructuras de mercado basadas en TRD:

- **Sistemas multilaterales de negociación basados en TRD - SMN (“DLT Multilateral Trading Facility” o “DLT MTF”)**

Sistemas multilaterales de negociación que solo admiten a negociación Instrumentos Financieros basados en TRD, operados por SV o AV u organismo rector de mercado regulado.

- **Sistemas de liquidación basados en TRD - SL (“DLT Settlement System” o “DLT SS”)**

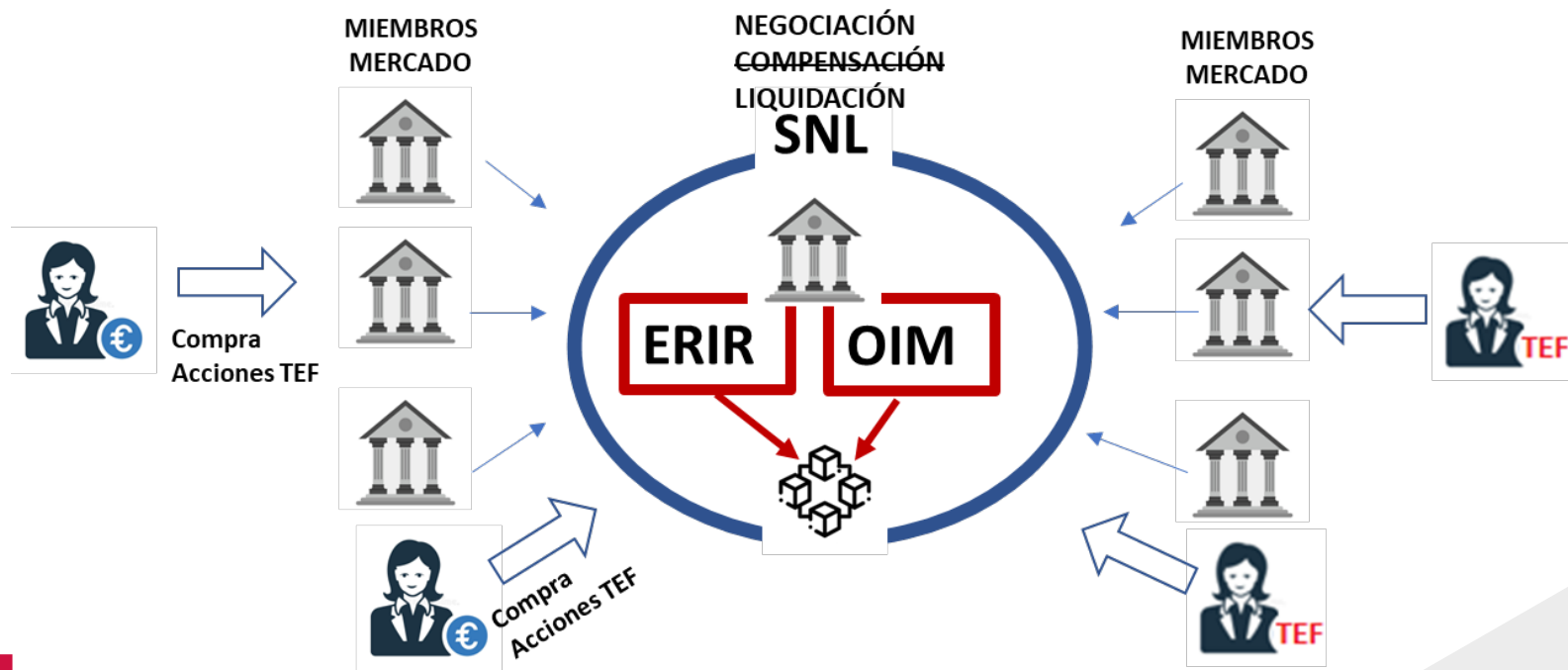
Sistemas de liquidación que liquidan operaciones con Instrumentos Financieros basados en TRD operados por DCV.

- **Sistemas de negociación y liquidación basados en TRD - SNL (“DLT Trading and Settlement System” o “DLT TSS”)**

Sistemas que combinan los servicios prestados por los dos tipos de infraestructuras anteriores, operados por SV o AV, organismo rector de mercado regulado o DCV. Infraestructura de mercado novedosa- no existe en el sistema tradicional de negociación y poscontratación de instrumentos financieros

▶ LOS ACTIVOS DIGITALES

DLT EN LOS MERCADO DE VALORES



▶ LOS ACTIVOS DIGITALES

DLT EN LOS MERCADO DE VALORES

Tipos de instrumentos financieros

- **Acciones**

Capitalización de emisor < 500 millones euros

- **Bonos y demás deuda titulizada, recibos de depositario e instrumentos del mercado monetario (excluidos los instrumentos complejos)**

Tamaño de emisión < 1.000 millones euros

- **Participaciones de IIC armonizadas (UCITS)**

Activos gestionados < 500 millones euros

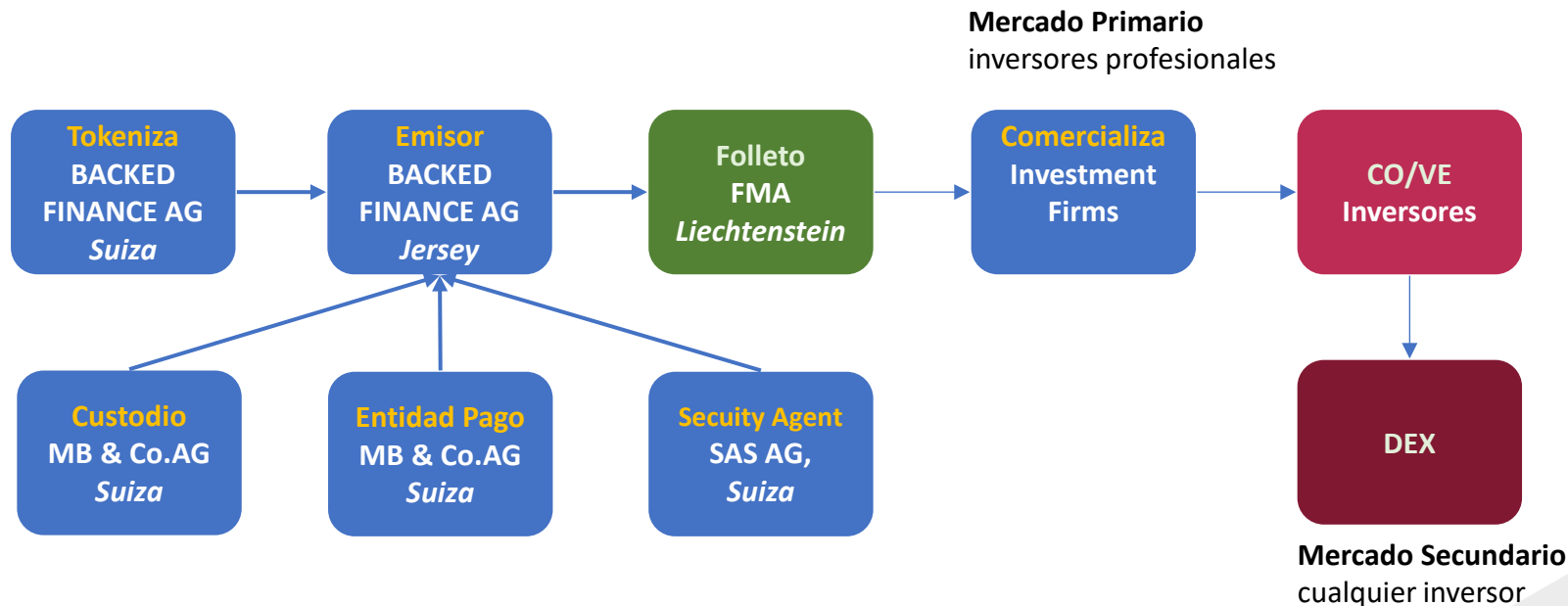
Importe máximo admitido en la infraestructura de mercado

- 6.000 millones de euros en el momento de la admisión a negociación o registro inicial de un nuevo instrumento financiero DLT.
- Si esta cifra alcanzase los 9.000 millones de euros: activación de la estrategia de transición.

▶ LOS ACTIVOS DIGITALES

Tokenización

TOKENIZACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS



TOKENIZACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

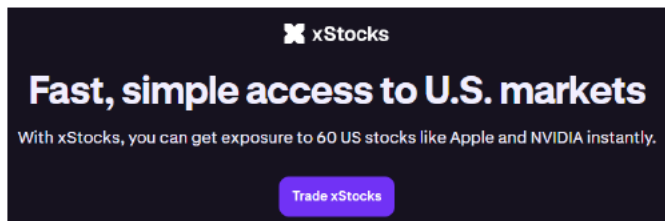
- **Derivado** (certificate tracker of underlying, en este caso “equity”)
- No constituye una participación las acciones emitidas, y el inversor **no tiene derechos** de voto, ni a recibir dividendos del emisor. Cuando el emisor paga dividendos, los “token holders” ven **aumentado** su saldo en esa proporción.
- **Folletos** aprobados por la autoridad de Liechtenstein y pasaportados al resto de países europeos.
- No tienen que estar registrados en la **SEC**.
- Son **libremente transmisibles** y no tienen la obligación de negociarse en mercados regulados, por lo que el precio se marca libremente según oferta y demandada.
- Pueden ser negociados **24/7**.
- La compra y venta es **inmediata** con la transmisión del token en DEX.
- El **coste** es insignificante (el gas).
- Hay **HFT** operando en DEX.
- **Autocustodia**: sin intermediarios, puede usarse como colateral, pero riesgo de pérdida/robo de claves.

▶ LOS ACTIVOS DIGITALES

Tokenización

TOKENIZACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

xStocks: marketing proposition “TOKENISED STOCKS” – Kraken web

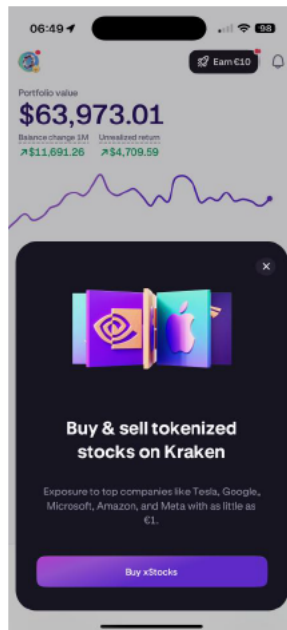


- “exposure to US stocks” – slightly changing wording

The fast, flexible, fair access you deserve. xStocks lets you access top U.S. stocks and ETFs, from the S&P 500 to Amazon, 24 hours a day, every weekday.

- “access stocks” misleading concept

 Skip the wait Trades clear instantly in Kraken, no waiting around.	 Trade on your schedule Access U.S. markets 24 hours a day, Monday to Friday.	 Freely transferable Transfer your tokens on or off chain anytime.
---	---	--



¿Qué acciones y ETF están disponibles como xStocks?

Ofrecemos muchas de las acciones tokenizadas y ETF más populares, incluyendo nombres como Tesla (TSLAx), Apple (AAPLx) y GameStop (GMEx).

Los xStocks no están disponibles en: Estados Unidos, Australia, Canadá, Bélgica, el Reino Unido y las regiones prohibidas.

- Still appears “tokenized stocks” concept in website
- Why not available in Belgium???

Invest what you can afford

Start with as little as €1 EUR, no need to pay the full price of a share.

- Fractions `possible vs DLT pilot regime

► LOS ACTIVOS DIGITALES

1. ¿Pueden ser los criptoactivos **productos financieros alternativos** a los instrumentos financieros en la financiación de las empresas?
2. ¿Son las **stable coins** una amenaza?
3. ¿Vamos a ver a las principales infraestructuras de mercado **usando DLT**?
¿Cómo?
4. **xStocks** y otros modelos, ¿una alternativa a las infraestructuras de mercado tradicionales?

GRACIAS

CNMV
EDIFICIO EDISON

CNMV
COMISIÓN
NACIONAL
DEL MERCADO
DE VALORES

CNMV
COMISIÓN
NACIONAL
DEL MERCADO
DE VALORES

09 / 01 / 2020