# Los criptoactivos instrumento financiero

JOEL FERNÁNDEZ DÍEZ

PRÓLOGO
ARANTZA MARTÍNEZ BALMASEDA y AITOR ZURIMENDI ISLA

**Si quieres adquirir esta obra haz click aquí**

MINISTERIO DE CIENCIA, INNOVACIÓN Y UNIVERSIDADES
AGENCIA ESTATAL DE INVESTIGACIÓN
UNIÓN EUROPEA
Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER)
Una manera de hacer Europa
ARANZADI

© **Joel Fernández Díez**, 2026
© **ARANZADI LA LEY, S.A.U.**

Trabajo realizado en el marco del Proyecto de Investigación «Nuevas tecnologías, transformación de mercados y Derecho de la competencia», financiado por el Ministerio de Ciencia, Innovación y Universidades y por el Fondo Europeo de Desarrollo Regional (Ref. RT12018-094201 – B-C21). Asimismo, el autor forma parte un grupo de investigación consolidado del Gobierno Vasco.

**ARANZADI LA LEY, S.A.U.**
C/ Serrano Galvache 26
28033 Madrid
www.aranzadilaley.es
**Atención al cliente:** https://areacliente.aranzadilaley.es/publicaciones

**Primera edición:** 2026

**Depósito Legal:** M-25967-2026
**ISBN versión impresa:** 979-13-7061-028-9
**ISBN versión electrónica:** 979-13-7061-029-6

Diseño, Preimpresión e Impresión: ARANZADI LA LEY, S.A.U.
*Printed in Spain*

© **ARANZADI LA LEY, S.A.U.** Todos los derechos reservados. A los efectos del art. 32 del Real Decreto Legislativo 1/1996, de 12 de abril, por el que se aprueba la Ley de Propiedad Intelectual, ARANZADI LA LEY, S.A.U., se opone expresamente a cualquier utilización del contenido de esta publicación sin su expresa autorización, lo cual incluye especialmente cualquier reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación, transmisión, envío, reutilización, publicación, tratamiento o cualquier otra utilización total o parcial en cualquier modo, medio o formato de esta publicación.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la Ley. Diríjase a **Cedro** (Centro Español de Derechos Reprográficos, **www.cedro.org**) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

El editor y los autores no asumirán ningún tipo de responsabilidad que pueda derivarse frente a terceros como consecuencia de la utilización total o parcial de cualquier modo y en cualquier medio o formato de esta publicación (reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación pública, transformación, publicación, reutilización, etc.) que no haya sido expresa y previamente autorizada.

El editor y los autores no aceptarán responsabilidades por las posibles consecuencias ocasionadas a las personas naturales o jurídicas que actúen o dejen de actuar como resultado de alguna información contenida en esta publicación.

ARANZADI LA LEY no será responsable de las opiniones vertidas por los autores de los contenidos, así como en foros, chats, o cualesquiera otras herramientas de participación. Igualmente, ARANZADI LA LEY se exime de las posibles vulneraciones de derechos de propiedad intelectual y que sean imputables a dichos autores.

ARANZADI LA LEY queda eximida de cualquier responsabilidad por los daños y perjuicios de toda naturaleza que puedan deberse a la falta de veracidad, exactitud, exhaustividad y/o actualidad de los contenidos transmitidos, difundidos, almacenados, puestos a disposición o recibidos, obtenidos o a los que se haya accedido a través de sus PRODUCTOS. Ni tampoco por los Contenidos prestados u ofertados por terceras personas o entidades.

ARANZADI LA LEY se reserva el derecho de eliminación de aquellos contenidos que resulten inveraces, inexactos y contrarios a la ley, la moral, el orden público y las buenas costumbres.

**Nota de la Editorial:** El texto de las resoluciones judiciales contenido en las publicaciones y productos de **ARANZADI LA LEY, S.A.U.**, es suministrado por el Centro de Documentación Judicial del Consejo General del Poder Judicial (Cendoj), excepto aquellas que puntualmente nos han sido proporcionadas por parte de los gabinetes de comunicación de los órganos judiciales colegiados. El Cendoj es el único organismo legalmente facultado para la recopilación de dichas resoluciones. El tratamiento de los datos de carácter personal contenidos en dichas resoluciones es realizado directamente por el citado organismo, desde julio de 2003, con sus propios criterios en cumplimiento de la normativa vigente sobre el particular, siendo por tanto de su exclusiva responsabilidad cualquier error o incidencia en esta materia.

Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

# *Índice General*

*Página*

**AGRADECIMIENTOS** . . . . . 15

**PRÓLOGO** . . . . . 17

CAPÍTULO PRIMERO

**CONCEPTO DE CRIPTOACTIVO Y NOCIONES TÉCNICAS** . . 21

**1. Antecedentes** . . . . . 22

*1.1. Introducción a los términos «cadena de bloques» y «TRD»* 22

*1.2. El origen de la cadena de bloques: «Bitcoin»* . . . . . 22

**2. Funcionamiento** . . . . . 23

*2.1. Fundamentos: P2P, consenso, libro-registro* . . . . . 23

*2.2. La inserción de datos: criptografía y unidireccionalidad* . . 23

*2.3. Acceso al sistema: doble clave asimétrica, wallet y firma electrónica* . . . . . 24

*2.4. Tipos de redes TRD* . . . . . 25

*2.5. «Tokenización»* . . . . . 25

*2.6. «Smart contracts»* . . . . . 26

**3. Contexto jurídico-económico** . . . . . 26

*3.1. Antecedentes* . . . . . 27

*3.2. El paquete de finanzas digitales de la UE* . . . . . 27

**4. El concepto jurídico de criptoactivo** . . . . . 28

*4.1. Antecedentes* . . . . . 28

4.1.1. Normativas nacionales . . . . . 28



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

*Página*

4.1.2. Normativa europea anti-blanqueo . . . . . 29
*4.2. Una noción común* . . . . . 30
*4.3. Categorías de criptoactivo* . . . . . 34

CAPÍTULO SEGUNDO

**LOS CRIPTOACTIVOS, INSTRUMENTO FINANCIERO** . . . . . 39

**1. Criterios para la clasificación de criptoactivos como instrumento financiero** . . . . . 40
*1.1. Exclusión de la categoría de instrumento de pago* . . . . . 42
*1.2. Pertenencia a una categoría de valores* . . . . . 43
1.2.1. Emisión por un mismo emisor . . . . . 43
1.2.2. Dan acceso a una misma clase de derechos . . . 44
1.2.3. Intercambiabilidad . . . . . 45
*1.3. Negociabilidad* . . . . . 46
*1.4. En caso de hibridación o mutación funcional* . . . . . 48
*1.5. Para el caso de los instrumentos financieros de naturaleza particular: IMM, IIC, derivados* . . . . . 49
1.5.1. Como instrumento del mercado monetario (IMM) . . . . . 49
1.5.2. Como participación en instituciones de inversión colectiva (IIC) . . . . . 49
1.5.3. Como derivado . . . . . 50

**2. La aceptación de la TRD como nuevo soporte posible para la representación de derechos patrimoniales** . . . . . 51
*2.1. El concepto de título-valor* . . . . . 52
2.1.1. Función económica del título-valor . . . . . 52
2.1.2. Delimitación del término título-valor: noción amplia y noción estricta . . . . . 53
2.1.3. Características del título-valor . . . . . 58
*2.2. Los conceptos de valor mobiliario, valor negociable y anotación en cuenta* . . . . . 61
*2.3. El concepto de instrumento financiero* . . . . . 63



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

*Página*

CAPÍTULO TERCERO

**RÉGIMEN JURÍDICO-PRIVADO DE LOS CRIPTOACTIVOS INSTRUMENTO FINANCIERO** ..... 65

**1. Ubicación sistemática y equiparación con el régimen de las anotaciones en cuenta** ..... 66

*1.1. Normativa de referencia* ..... 66

*1.2. Puntos en común y divergencias con las anotaciones en cuenta* ..... 68

**2. Ley aplicable** ..... 70

*2.1. Criterios de conexión* ..... 71

*2.2. Alcance* ..... 72

**3. Organización, funcionamiento y llevanza del registro distribuido** ..... 72

*3.1. La noción de centro de negociación autorizado* ..... 74

*3.2. Infraestructuras de mercado basadas en TRD* ..... 76

3.2.1. Instrumentos financieros admitidos ..... 77

3.2.2. Requisitos técnicos de la red ..... 78

*3.3. Funcionamiento del registro* ..... 80

3.3.1. Entidad responsable de la inscripción y registro ..... 81

3.3.2. La cuestión del folleto de emisión ..... 84

3.3.3. La cuestión de la naturaleza del registro ..... 85

**4. Constitución del valor representado en TRD** ..... 86

*4.1. Carácter constitutivo del «primer registro»* ..... 86

*4.2. Constitución de derechos reales y otros gravámenes* ..... 91

**5. Transmisión del valor representado en TRD** ..... 92

*5.1. Efecto de legitimación tabular por la anotación en el registro distribuido* ..... 94

5.1.1. De la legitimación por la posesión a la legitimación por el control ..... 97

5.1.2. La publicidad del registro ..... 103



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

*Página*

*5.2. El mantenimiento de los «certificados de legitimación»* ... 104
5.2.1. Contenido de los certificados de legitimación . 106
5.2.2. Naturaleza de los certificados de legitimación . 108
5.2.3. Los certificados de legitimación y el traslado de la legitimación al ámbito societario ..... 109
*5.3. Excepciones oponibles* ..... 114

CAPÍTULO CUARTO

**RÉGIMEN JURÍDICO-PÚBLICO DE LOS CRIPTOACTIVOS INSTRUMENTO FINANCIERO** ..... 117

**1. Negociación y liquidación de criptoactivos instrumento financiero: el régimen de exenciones «piloto»**..... 118
*1.1. El concepto de «sandbox» y naturaleza del régimen piloto* . 119
*1.2. Ámbito de aplicación del régimen piloto* ..... 122
*1.3. Modificaciones introducidas en el marco normativo de los servicios financieros de la UE*..... 125
*1.4. Exenciones y obligaciones para las infraestructuras de mercado basadas en TRD* ..... 128
1.4.1. Para los sistemas multilaterales de negociación (SMN)..... 130
1.4.2. Para los sistemas de liquidación (SL)..... 131
1.4.3. Para los sistemas de negociación y liquidación (SNL) ..... 134
1.4.4. Requisitos adicionales comunes a todas las tipologías..... 135
*1.5. Valoración* ..... 137

**2. Régimen de responsabilidad de emisores e intermediarios** 139
*2.1. Régimen de responsabilidad para intermediarios*..... 140
2.1.1. Autorización y reserva de actividad ..... 140
2.1.2. Servicios de intermediación: el asunto de la «equivalencia» ..... 142
2.1.2.1. Canje de criptoactivos por fondos u otros criptoactivos ..... 144



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

*Página*

2.1.2.2. Ejecución de órdenes por cuenta de clientes . . . . . 146
2.1.2.3. Recepción y transmisión de órdenes relacionadas con criptoactivos por cuenta de clientes . . . . . 147
2.1.2.4. Prestación de asesoramiento . . . . . 150
2.1.2.5. Gestión de una plataforma de negociación de criptoactivos . . . . . 153
2.1.2.6. Custodia y administración por cuenta de clientes . . . . . 156
2.1.2.7. Colocación . . . . . 163
2.1.2.8. Gestión de carteras . . . . . 164
2.1.2.9. Prestación de servicios de transferencia por cuenta de clientes . . . . . 165
2.1.3. Valoración . . . . . 168
*2.2. Régimen de responsabilidad para emisores* . . . . . 169
2.2.1. Alcance objetivo de la normativa europea de folletos . . . . . 171
2.2.2. Elaboración del folleto . . . . . 173
2.2.3. Aprobación y publicación del folleto . . . . . 174

**CONCLUSIONES** . . . . . 177

**BIBLIOGRAFÍA** . . . . . 185



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

*Capítulo segundo*

# Los criptoactivos, instrumento financiero

SUMARIO: 1. CRITERIOS PARA LA CLASIFICACIÓN DE CRIPTOACTIVOS COMO INSTRUMENTO FINANCIERO. *1.1. Exclusión de la categoría de instrumento de pago. 1.2. Pertenencia a una categoría de valores.* 1.2.1. Emisión por un mismo emisor. 1.2.2. Dan acceso a una misma clase de derechos. 1.2.3. Intercambiabilidad. *1.3. Negociabilidad. 1.4. En caso de hibridación o mutación funcional. 1.5. Para el caso de los instrumentos financieros de naturaleza particular: IMM, IIC, derivados.* 1.5.1. Como instrumento del mercado monetario (IMM). 1.5.2. Como participación en instituciones de inversión colectiva (IIC). 1.5.3. Como derivado. 2. LA ACEPTACIÓN DE LA TRD COMO NUEVO SOPORTE POSIBLE PARA LA REPRESENTACIÓN DE DERECHOS PATRIMONIALES. *2.1. El concepto de título-valor.* 2.1.1. Función económica del título-valor. 2.1.2. Delimitación del término título-valor: noción amplia y noción estricta. 2.1.3. Características del título-valor. *2.2. Los conceptos de valor mobiliario, valor negociable y anotación en cuenta. 2.3. El concepto de instrumento financiero.*

La categoría de los criptoactivos instrumento financiero —también llamados criptoactivos-valores o, simplemente, instrumentos financieros representados en TRD— se asienta sobre dos presupuestos. Primero, su pertenencia a la familia de *criptoactivos*, entendidos como representaciones digitales de valores o derechos que pueden almacenarse y transferirse electrónicamente mediante tecnología de registro distribuido [*supra* Capítulo Primero, 4]. Segundo, su encuadramiento como *instrumento financiero*, valor negociable desmaterializado, derecho-valor (*Rechtwerte)* en términos de derecho continental o «security» en términos anglosajones; concepciones relativas tanto al Derecho de los títulos-valores como al Derecho del mercado de valores. Ello exige aclarar la relación entre tales nociones, y su conexión con el concepto de instrumento financiero, vigente hoy en el ordenamiento.



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

## 1. CRITERIOS PARA LA CLASIFICACIÓN DE CRIPTOACTIVOS COMO INSTRUMENTO FINANCIERO

Definido ya, por lo tanto, el criptoactivo en sentido amplio, pasamos a la categoría que centra este estudio: los criptoactivos con naturaleza de instrumento financiero. Su delimitación no es automática, porque parte del terreno colinda con otras categorías de criptoactivo que también pueden tener función de inversión.

La dificultad de delimitar un criptoactivo referenciado a activos frente a un criptoactivo instrumento financiero es seguramente el mayor problema del sistema de categorización adoptado[1]. Para ello sería necesario realizar algo similar al *Test de Howey* estadounidense[2]; si bien adecuado a la legislación europea, y determinar, en cada caso, si se está ante un instrumento financiero, o no: tarea que corresponde al supervisor financiero o participante del mercado (o al órgano jurisdiccional correspondiente en caso de que el asunto supere el entorno meramente administrativo) no sólo mediante la evaluación de las características, funcionalidades y modo de distribución del producto o activo en cuestión, sino mediante el acudimiento a las nociones normativas europeas contenidas, principalmente, en la Directiva MiFID II.

La CNMV, de hecho, ya se pronunciaba en una nota informativa de febrero de 2018 al respecto de la categorización o no de los criptoactivos como instrumento financiero: cuando aún no se había modificado la normativa de valores para comprender los criptoactivos como valor, ya se mostraba abierta a meter bajo el paraguas de esta ciertos criptoactivos con características muy similares a los valores negociables clásicos. La CNMV se centraba en la causa del negocio y el componente de inversión para equiparar emisiones de *coins* a emisiones de valores negociables al uso según se atribuyesen derechos o expectativas de potencial revalorización, o se otorgasen derechos similares a los propios de las acciones u obligaciones en aplicación del principio *ejusdem generis*. Esto también fue usado por el supervisor estadounidense, la SEC, a la que claramente imita[3]. Tal amplitud se justificaba seguramente en que, por aquel entonces, sin la existencia de MiCA, no considerar como instrumento financiero un criptoactivo significaba para el supervisor no poder controlarlo al explicitar que quedaba

1. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (AEVM), *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets* (*ESMA 150-157-1391),* AEVM, París, 2019, pp. 17-21.
2. Este término hace referencia al caso SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946) de la Corte Suprema de los Estados Unidos de América mediante el cual se establecieron los requisitos por los que un activo se puede considerar o no «security».
3. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), *Consideraciones de la CNMV sobre «criptomonedas» e «ICOs» dirigidas a los profesionales del sector financiero,* CNMV, Madrid, 2018.



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

fuera del único entorno regulado: el de la normativa del mercado de valores. No obstante, esta actuación no fue acorde a la normativa europea en vigor ya que la CNMV debió haber acudido a la definición de instrumento financiero contenida en la Directiva MiFID II y que establece, expresamente, una serie de elementos precisos a tener en cuenta. No se refiere, a diferencia de la prueba de Howey, a elementos tan abstractos como una «expectativa razonable de beneficios» derivados de los «esfuerzos de gestión» de otros.

El considerando (14) del Reglamento MiCA hace alusión a este problema de delimitación y encomienda a la AEVM que emita directrices sobre los criterios y las condiciones para la consideración de los criptoactivos como instrumentos financieros o no[4]. El legislador europeo quiere promover un enfoque común para la clasificación de los criptoactivos en todos los Estados Miembros, para lo que invita a las Autoridades Europeas de Supervisión a impulsar debates que giren sobre dicho asunto. Asimismo, las autoridades competentes de cada Estado Miembro deben poder solicitar dictámenes sobre la clasificación de criptoactivos, incluidas las clasificaciones propuestas por quienes soliciten la admisión a negociación. En cualquier caso, en último término, es el oferente o la persona que solicite la admisión a negociación la principal responsable de la correcta clasificación de los criptoactivos. Ésta deberá decidir en qué tipología se subsumen los activos que van a emitirse e informarlo en consecuencia, decisión que en cualquier momento (previo o posterior a la publicación de la oferta) puede ser cuestionada por las autoridades competentes a fin de garantizar un enfoque de clasificación uniforme y coherente. Por ello, y en cumplimiento del mandato establecido por el legislador europeo, la AEVM ha establecido unas directrices que traten de fijar algunos criterios o principios generales que pueden utilizarse para promover prácticas convergentes a nivel de la Unión en relación con la clasificación de los criptoactivos como instrumentos financieros o no.

Ahora bien, estas directrices tienen por objeto, exclusivamente, promover prácticas convergentes entre los diferentes Estados miembros respecto de la clasificación de criptoactivos. La misma AEVM advierte que, al final, la evaluación de si un criptoactivo debe considerarse un instrumento financiero o no sigue siendo un ejercicio que hay que realizar caso por caso[5].

4. Encomienda materializada en AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (AEVM), *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments… cit.*
5. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (AEVM), *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments… cit.,* pp. 6-7.



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

Queda claro así que los criterios europeos para determinar cuándo estamos ante un instrumento financiero han de tener base normativa y no pueden proceder a basarse, exclusivamente, en consideraciones sobre la verdadera función o vocación del criptoactivo en cuestión. Ha de tenerse en cuenta, además, que la sustancia prevalece sobre la forma, dejando la tecnología sobre la que se soportan en un segundo plano[6].

La consecuencia más inmediata sobre el necesario acudimiento a bases normativas europeas es que la noción de «expectativa de un beneficio» que se utiliza en los Estados Unidos por parte de la SEC no tiene base legal en la Unión Europea, por lo que el componente de inversión en un criptoactivo no vale, por sí solo, para calificar un criptoactivo como instrumento financiero[7]. La base legal, en cambio, habrá de encontrarse en la Directiva MiFID II, encargada de regular los instrumentos financieros a nivel comunitario. Por ende, el criptoactivo en cuestión deberá cumplir con los requisitos fijados en ella: el artículo 4, apartado 1, apartado 44, de la Directiva MiFID II es el que establece los tres criterios que deberán coexistir en un activo para que se considere un instrumento financiero: debe formar parte de una «categoría de valores» —es decir, debe otorgar derechos similares a las acciones, bonos, obligaciones y demás valores—; debe ser negociable en el mercado de capitales; y, no debe ser un instrumento de pago[8].

### 1.1. EXCLUSIÓN DE LA CATEGORÍA DE INSTRUMENTO DE PAGO

Si un criptoactivo encaja en la noción de instrumento de pago, no debe tratarse como instrumento financiero. Aunque MiFID II no define ese término, la práctica de la UE y de los Estados miembros con norma propia —entre ellos España— remite a la definición de la PSD2 (art. 4.14): «cualquier dispositivo personalizado y/o conjunto de procedimientos acordados entre usuario y proveedor para iniciar una orden de pago». España la ha incorporado literalmente en el art. 3.23 del RDL 19/2018.

En consecuencia, un criptoactivo calificado como instrumento de pago se entiende destinado exclusivamente a servir de medio de cambio. Si el activo combina funciones (pago, inversión, acceso a servicios, etc.), la calificación no

6. CENGIZ, F., «Tech-Neutrality or Tech-Sensitivity? Emerging Principles of Crypto-Asset Regulation in the U.S. and the E.U.», *Loyola consumer law review*, núm. 37, 2025, p. 78.
7. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (AEVM), *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments… cit.*, p. 9.
8. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (AEVM): *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments… cit.*, p. 10.



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

se resuelve por la etiqueta del emisor, sino caso por caso, atendiendo a su diseño, uso efectivo y derechos que confiere, y aplicando las directrices específicas de cada subcategoría para determinar cuál es la cualificación prevalente[9].

## 1.2. PERTENENCIA A UNA CATEGORÍA DE VALORES

La LMVSI recoge también la idea de «categoría de valores negociables», heredada de MiFID II, aunque resulte poco intuitiva en nuestro derecho: la Directiva habla de valores negociables —sin definirlos plenamente— como aquellos que pueden negociarse en el mercado de capitales, excluyendo los instrumentos de pago, e incluye ahí desde acciones y sus equivalentes (y sus certificados de depósito), hasta bonos y demás deuda titulizada, así como otros títulos que confieren el derecho a adquirir o vender esos valores —o a liquidarlos en efectivo por referencia a índices, divisas, tipos, materias primas, etc.—.

Preguntarse si un criptoactivo entra en una categoría de valores exige comprobar, en sustancia, tres cosas que suelen concurrir cuando estamos ante un mismo valor en formato seriado: que los criptoactivos procedan del mismo emisor, que sean intercambiables entre sí (fungibles en la práctica del mercado) y que habiliten exactamente el mismo haz de derechos para sus titulares —por ejemplo, participar en dividendos, votar en las decisiones del emisor o tener una porción equivalente sobre el patrimonio en caso de liquidación—. Cuando esas notas aparecen juntas, el criptoactivo deja de ser una pieza suelta y pasa a integrarse en una verdadera «clase» o «serie» propia de los valores negociables[10].

### 1.2.1. Emisión por un mismo emisor

En cuanto a la primera condición, relativa a la emisión por un mismo emisor, ha de entenderse que, si todos los criptoactivos de la misma emisión son del mismo tipo, o si la emisión comprende diferentes categorías de criptoactivos claramente identificables, se cumple el criterio de «categoría». Las categorías de valores mencionadas en el artículo 4, apartado 1, letra c), punto 44, de la MiFID II son ejemplos de valores que entran en la definición de *valores negociables*, noción análoga a *instrumento financiero* (*infra* 2.3). Como tal, los criptoactivos que representen una posición de propiedad en el capital de una empresa y confieran a sus titulares derechos similares o equivalentes a los

9. ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICOS (OCDE), *Regulatory Approaches to the Tokenisation of Assets*, OCDE, París, 2021, p. 14.
10. DYBINSKI, J. y OPLUSTIL, K., «Defining "securities" in the European Capital Markets Code», en VEIL, R., *Regulating EU Capital Markets Union: Volume I: Fundamentals of a European Code*, Oxford University Press, Oxford, 2024, p. 278.



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

derechos conferidos por las acciones (e. g. participación en la empresa, participación en la gestión de los derechos de la empresa, acceso a una parte de los beneficios de la empresa o derechos a los beneficios que se desprendan de la liquidación de la empresa) deben calificarse como valores negociables que tienen características análogas a las acciones; es decir, que caen bajo la *categoría* de acción[11].

### 1.2.2. Dan acceso a una misma clase de derechos

En consecuencia, y poniendo en relación el primer requisito con el segundo, ha de distinguirse entre los criptoactivos que otorgan a sus tenedores derechos sobre los dividendos de la compañía, comparables a aquellos que se consideran naturalmente otorgados por una acción, y aquellos que otorgan a sus tenedores derechos de tipo financiero o económico pero que no están referidos a los beneficios de la compañía o a excedentes en la liquidación. De la misma manera, habrían de diferenciarse aquellos criptoactivos que ofrecen derechos de voto sobre los procesos de toma de decisión de la sociedad en general, a lo largo de toda la vida de la compañía mientras se mantenga el control sobre el activo, y aquellos que sólo dan acceso a derechos de voto para un proyecto concreto ligando o condicionando la existencia de ese derecho de voto a la existencia de ese proyecto (lo que pasaba en muchos de los casos analizados por la SEC . El hecho de que un criptoactivo se apoye en el rendimiento de uno o varios activos subyacentes con el objeto de participar en las variaciones del precio, o aquellos que garanticen derechos comparables al derecho de adquirir o vender valores negociables de cualquier tipo (acciones, bonos, etc.) ha de ser visto como un fuerte indicio de que estamos ante un instrumento financiero. Lo mismo para el caso de que el criptoactivo en cuestión garantice el acceso a flujos monetarios dependientes en el cambio de valor de otros valores, divisas, tipos de interés, materias primas u otros índices[12].

En referencia a la categoría de bonos u otras formas de deuda titulizada, como estos son instrumentos negociables en el mercado de capitales, los criptoactivos que representen derechos de crédito similares a una deuda de tipo monetaria, parecidos a la porción de un préstamo debido por el emisor al tenedor del criptoactivo, también serán considerados instrumentos financieros. Lo mismo ocurre en el caso de que la deuda se incorporase a un título de diferente

11. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (AEVM), *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments… cit*., pp. 10 y 29.
12. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (AEVM): *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments… cit.*, pp. 29-30.



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

tipología, excluyendo bonos e instrumentos del mercado monetario. Además, aunque pueda servir como un indicio, apoyarse únicamente en el componente de inversión o beneficio anticipado (*cashflow*) del criptoactivo, como ya hemos mencionado en varias ocasiones, no sería suficiente para categorizar un criptoactivo como instrumento financiero. Existen activos que primariamente sirven a un componente de inversión, pero otorgan igualmente participación en el rendimiento de un activo subyacente sin implicar esto una inversión directa en dicho activo subyacente por parte del inversor. Tales activos deberían caer, en ese caso, bajo el ámbito de otros valores negociables o deuda titulizada[13].

En conclusión, los criptoactivos que confieran a sus tenedores derechos similares a aquellos otorgados por la tenencia de otros valores negociables de acuerdo con la definición otorgada por el artículo 4.1.44 de la Directiva MiFID II deberán ser considerados como criptoactivos con caracteres de instrumento financiero y, por lo tanto, considerarlos como tales, sujetándolos al régimen dispuesto por la normativa MiFID. Esto incluye también opciones, *warrants*, bonos estructurados o cualquier otro derivado financiero[14].

Este criterio, relativo a comparar un criptoactivo con los derechos que normalmente otorga un valor incluido en una de las categorías de valores previstas en MiFID II es utilizado, como hemos anotado, a falta de una definición legal tanto del término valor negociable como de los diferentes tipos de valores en la normativa europea. Es decir, por ejemplo, para «definir» una acción la normativa habla de «acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, asociaciones u otras entidades, y certificados de depósito representativos de acciones» (art. 4.1.44), sin aclarar nada más. La falta de una definición legal es pues la razón detrás del uso de este criterio que en cuanto habla de *categorías* resulta extraño en términos de Derecho español.

### 1.2.3. Intercambiabilidad

En cuanto a la segunda condición, relativa a la intercambiabilidad de los activos, ha de tenerse en cuenta que los criptoactivos pertenecientes a una categoría de valores están vinculados al hecho de que dichos valores pueden transferirse incluso si no se negocian realmente. El término *categoría* puede, por lo tanto, referirse a las nociones de intercambiabilidad, fungibilidad y/o equivalencia, lo que significa que los atributos de cada criptoactivo permiten que

13. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (AEVM): *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments… cit.*, pp. 30-31.
14. DYBINSKI, J. y OPLUSTIL, K., «Defining "securities" in the European Capital Markets Code…», *cit.*, p. 299.



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

dichos instrumentos sean transferibles: la idea es excluir *criptoactivos únicos*, en el sentido de no ser fungibles ni estar fraccionados en partes que no lo son (*supra* Capítulo Primero, 4.3)[15].

### 1.3. NEGOCIABILIDAD

Determinar si el criptoactivo es libremente negociable en los mercados financieros es un elemento clave. Tal concepto de negociabilidad implica, por un lado, que el activo es transferible y, por otro, lo presupone fungible con relación a la capacidad del criptoactivo de expresar las mismas características en cada una de las unidades emitidas, dentro de la emisión de la que forma parte[16]. Por lo tanto, restricciones en su transferibilidad determinarán que no estamos ante un instrumento financiero[17].

Más específicamente, un criptoactivo será negociable cuando sea capaz de ser transferido o negociado en un mercado financiero, y sólo será considerado libremente negociable si antes de la admisión a negociación no existe restricción alguna que prevenga el intercambio del activo de una manera que pudiera afectar a la «*creación de un mercado justo, ordenado y eficiente*» en palabras del Reglamento Delegado (UE) 2017/568. La sola posibilidad de ser transferido o negociado en un mercado financiero debería reputarse suficiente, incluso aunque no hubiera un mercado específico para el producto financiero en cuestión o aunque hubiera un período de clausura temporal en el mismo. En consecuencia, el requerimiento de negociabilidad parece poder cumplirse por la mayoría de criptoactivos debido a que la TRD permite la transferencia de propiedad del vendedor al comprador[18].

Ahora, un activo criptoactivo puede diseñarse de forma que no se permita su intercambio en los mercados de capitales. O se pueden imponer restricciones limitadas a la negociabilidad al no permitir, por ejemplo, que los titulares transfieran el criptoactivo a una persona distinta del emisor. Por lo tanto, cualquier restricción sobre la transferibilidad del criptoactivo debe considerarse caso por caso y analizar si el impacto o alcance de la restricción es suficiente para hacer

15. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (AEVM), *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments… cit.,* p. 33.
16. LEHMANN, M. y SCHINERL, F., «The Concept of Financial Instruments: Drawing the Borderline between MiFID and MiCAR», *Capital Markets Law Journal*, núm. 19, 2024, p. 341.
17. VAN DER LINDEN, T., y SHIRAZI, T., «Markets in crypto-assets regulation: Does it provide legal certainty and increase adoption of crypto-assets?», Financial innovation, núm. 9, 2023, p. 9.
18. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (AEVM): *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments… cit.,* p. 31.



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

que el instrumento no sea negociable y descartar su consideración como instrumento financiero. De la misma manera habrá que actuar en cuanto a otras restricciones, relativas a la comerciabilidad del activo (p.ej. restricciones de venta durante un período determinado, periodos de cierre o *lock-ups* por los que pueda verse afectado, limitación específica del país, etc.)[19].

Los conceptos de valor negociable y negociabilidad han de entenderse, por lo tanto, con referencia al mercado financiero de valores: es decir, la característica esencial del valor negociable es su capacidad de negociación abierta o pública a través de un mercado organizado que cumple la función de lugar de encuentro entre los necesitados de recursos económicos y los que tienen un superávit mediante la utilización de sistemas de negociación que evitan la necesidad de negociaciones directas entre las partes. El concepto de mercado financiero de valores (o mercado de valores, mercado financiero, mercado de capitales, etc.) debe entenderse de manera amplia, incluidos todos los contextos en los que compradores y vendedores se reúnen.

Las diferencias que puedan existir entre los centros tradicionales y las plataformas de negociación de criptoactivos tampoco han de ser obstáculo para entender que estamos ante un mercado financiero si estas son asimilables: si los criptoactivos son capaces de ser negociados en un sistema multilateral equivalente al previsto en MiFID bastará para entender que dichos criptoactivos son negociables en el mercado financiero. Al contrario, su transferibilidad en una plataforma de *trading online* puede servir como indicador de que estamos ante criptoactivos negociables, pero no será concluyente si no es equivalente a un sistema multilateral de negociación tal y como está previsto en la normativa de valores europea[20].

En cualquier caso, por último, ha de tenerse siempre en cuenta que una cosa es que el derecho sea circulable o transmisible, lo que es habitual, y otra que sea negociable en el sentido de que sea fácilmente transmisible o que haya nacido expresamente para ser fácilmente transmitido, como lo es en un mercado secundario oficial.

19. PRIEM, R., «A European distributed ledger technology pilot regime for market infrastructures: Finding a balance between innovation, investor protection and financial stability», *Journal of Financial Regulation and Compliance*, núm. 30, 2022, p. 375.
20. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (AEVM), *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments… cit.,* pp. 31-32.



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

## 1.4. EN CASO DE HIBRIDACIÓN O MUTACIÓN FUNCIONAL

Los criptoactivos, como ya hemos visto, pueden encajar simultáneamente en varias categorías y cambiar de función a lo largo de su vida: nacen con un propósito y el mercado puede añadirles otro. ETH es el ejemplo clásico: concebido para pagar la ejecución de *smart contracts* (uso interno/consumo), terminó aceptándose también como medio de pago general. Esta hibridación y la posible disociación entre función pretendida y función real complican cualquier taxonomía estable[21].

Por eso la calificación debe hacerse caso por caso y con enfoque sustantivo: importan ante todo los derechos que confiere la tenencia, luego su función y, en último término, los valores a los que se asocie. Listas exhaustivas envejecen rápido; lo operativo es un criterio jerárquico alineado con la UE: el primer filtro es MiFID II. Si el activo presenta rasgos de instrumento financiero, esa condición prevalece y se clasifica como tal. Solo si no los cumple se valoran alternativas (ficha de utilidad, de dinero electrónico o referenciada a activos) u otras subcategorías fuera de MiCA[22]. Este orden aporta claridad y coherencia con el marco europeo.

En definitiva, cuando un criptoactivo híbrido encaje —por sus rasgos objetivos— en la definición de instrumento financiero, esa calificación debe primar sobre cualquier otra. Las autoridades no pueden dejarse arrastrar por la etiqueta comercial del emisor: han de mirar a la sustancia, no a la forma. Y, correlativamente, los emisores no deberían presentar funciones accesorias del activo como si fuesen su esencia; si la autoridad concluye una calificación distinta, la denominación y la documentación deberán adaptarse para no inducir a error al inversor.

Este enfoque de «sustancia sobre forma» exige analizar caso por caso el diseño del criptoactivo y los derechos que confiere, y fijar la clasificación en lo que realmente hace y permite, no en cómo se publicita. Así se refuerza la protección del inversor y se respeta la lógica del Derecho de mercados financieros.

Con la misma lógica, es adecuado un criterio jerárquico: primero se verifica si el activo es un instrumento financiero; solo si no lo es, se exploran alternativas (utilidad, dinero electrónico, referenciado a activos u otras). Este orden aporta claridad regulatoria y alinea la clasificación con el marco de MiCA.

21. VAN DER LINDEN, T., y SHIRAZI, T., «Markets in crypto-assets regulation: Does it provide legal certainty…», *cit.*, pp. 7 y 23.
22. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (AEVM), *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments… cit.*, pp. 22-23.



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

## 1.5. PARA EL CASO DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE NATURALEZA PARTICULAR: IMM, IIC, DERIVADOS

Hay tres tipologías de instrumento financiero con rasgos propios —instrumentos del mercado monetario (IMM), participaciones en instituciones de inversión colectiva (IIC) y derivados— donde la calificación necesita, además de los tres condicionantes generales exigidos, de un segundo examen particular.

### 1.5.1. Como instrumento del mercado monetario (IMM)

Para que un criptoactivo se clasifique como instrumento del mercado monetario (art. 4.1.17 MiFID II), debe ser del tipo normalmente negociado en ese mercado —excluidos los instrumentos de pago— y mostrar rasgos próximos a letras del Tesoro, certificados de depósito o efectos comerciales: es decir, vinculación a fondos depositados o a necesidades temporales de tesorería bancaria y obligación de reembolso por una entidad de crédito (en el sentido de «depósito» del art. 2.3 de la Dir. 2014/49/UE). También cabe cuando encarne deuda a corto plazo emitida y respaldada por un Estado, o deuda negociable a corto plazo emitida por una entidad de crédito o sociedad para financiarse en el mercado.

Además, estos instrumentos se definen por su corto vencimiento. Por tanto, el criptoactivo debe tener un plazo preestablecido o una fecha de amortización reglada. De ahí que ciertas «cuentas de ahorro» cripto a corto plazo, ofrecidas sobre tokens referenciados al euro o al dólar, puedan asemejarse —según su diseño concreto— a instrumentos tradicionales del mercado monetario[23].

### 1.5.2. Como participación en instituciones de inversión colectiva (IIC)

Son IIC las que captan fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos —en activos financieros o no— y donde la rentabilidad del inversor depende de resultados colectivos (art. 1 Ley 35/2003).

Un criptoactivo se considera participación en una IIC cuando el proyecto agrupa capital de varios inversores para invertirlo conforme a una política definida y con el objetivo de generar un rendimiento común. Es irrelevante si las aportaciones son dinero fíat, equivalentes o criptoactivos. Si los partícipes, como colectivo, conservan discreción operativa sobre la gestión diaria de los activos, normalmente no estaremos ante una IIC. Tampoco importa si las decisiones de inversión las ejecutan personas, código o *smart contracts*, siempre que se ajusten a la política establecida.

23. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (AEVM), *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments… cit.,* p. 32.



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

Respecto de esa política, no son determinantes ni la diversificación de la cartera ni la liquidez de los activos o de las participaciones. Sí lo es que el vehículo busque proporcionar a los inversores un rendimiento conjunto derivado del riesgo asumido al adquirir, mantener o vender los subyacentes; y que el criptoactivo se utilice para reunir capital de varios inversores con vistas a invertir en su beneficio siguiendo una política definida.

Para apreciar que existe «política de inversión definida» (conforme a la DGFIA y las directrices de la AEVM), debe estar fijada como tarde cuando los compromisos de los inversores se vuelven vinculantes; constar en documentos constitutivos o referenciados por estos; ser exigible frente al gestor o vehículo; y describir directrices verificables (p. ej., clases de activos, estrategias, zonas geográficas, límites de apalancamiento o de tenencia)[24].

### 1.5.3. Como derivado

Un derivado (en sentido del mercado de valores) es un producto financiero cuyo valor depende de un subyacente (bonos, materias primas, índices, acciones, divisas o tipos). La LMV los incorporó en 1998 como «otros instrumentos financieros» —contratos como *swaps, FRAs , caps, floors o collars*— para someterlos a supervisión de la CNMV. Hoy, junto con los valores negociables, son instrumentos financieros a efectos MiFID II, que no define «derivado» sino que enumera categorías.

Para que un criptoactivo sea un derivado financiero debe encajar en el Anexo I, Sección C, puntos 4-10 de MiFID II: tiene que otorgar derechos propios de un contrato con obligación futura (existe lapso entre perfección y ejecución) y derivar realmente su valor de un subyacente (índices, tipos, instrumentos) conforme a esas categorías. En la práctica, su precio debe variar cuando lo haga el del subyacente[25].

Además, debe existir un acuerdo contractual que fije precio, vencimiento y demás términos. Así, un compromiso de comprar un criptoactivo en fecha futura por precio predeterminado es un forward/futuro; el derecho a comprar o venderlo a un precio prefijado en un período es una opción; el intercambio de flujos referenciados a un nocional común es un swap, etc. La comparación se hace con

24. AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (AEVM), *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments… cit.,* pp. 32-33.
25. LEHMANN, M. y SCHINERL, F., «The Concept of Financial Instruments…», *cit.*, p. 350.



Si quieres adquirir esta obra haz click aquí

Si quieres adquirir esta obra haz click aquí



ARANZADI DERECHO MERCANTIL

La monografía aborda el tratamiento jurídico de los criptoactivos desde las categorías tradicionales del Derecho privado, adaptándolas a las características de las nuevas tecnologías. En primer lugar, diferencia los criptoactivos que tienen la consideración de instrumentos financieros de aquellos que quedan fuera de esta categoría, atendiendo a las diferencias existentes entre sus respectivos regímenes jurídicos. A continuación, analiza la consideración de los criptoactivos financieros como derechos-valores y las consecuencias jurídicas derivadas de esta naturaleza.

El estudio traslada al ámbito de los activos digitales los principios de la teoría general de los títulos-valores, prestando atención a aspectos como la constitución del derecho, su transmisión y su ejercicio. También examina las disposiciones legales que hacen referencia a este tipo de activos y las posibilidades que ofrecen para regular su funcionamiento. En este contexto, se aborda la protección de los terceros de buena fe en aquellas situaciones en las que esta resulta necesaria para garantizar la seguridad del tráfico jurídico y mercantil, así como el tratamiento de los supuestos en los que dicha protección no resulta aplicable.

Por otra parte, la monografía estudia el régimen jurídico-público de los criptoactivos considerados instrumentos financieros. Se analizan las condiciones aplicables a aquellos valores que son admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, así como los controles establecidos sobre su emisión y comercialización. Finalmente, se examinan las medidas destinadas a garantizar la protección de los inversores y la aplicación de los principios tradicionales del Derecho privado a esta nueva realidad tecnológica.

ISBN: 979-13-7061-028-9



AENOR GESTIÓN DE LA CALIDAD ISO 9001 ER-0280/2005
IQNET RECOGNIZED CERTIFICATION
AENOR GESTIÓN AMBIENTAL ISO 14001 GA-2005/0100

MINISTERIO DE CIENCIA, INNOVACIÓN Y UNIVERSIDADES
AGENCIA ESTATAL DE INVESTIGACIÓN
UNIÓN EUROPEA
Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER)
Una manera de hacer Europa
ARANZADI