

PAPER DE ACTIVOS DIGITALES

REGLAMENTO MICA
RETOS TRAS LOS PRIMEROS MESES DE APLICACIÓN



cecabank

finReg360



Con el patrocinio de:

cecabank

Con la participación de:





PAPER DE ACTIVOS DIGITALES REGLAMENTO MICA

Diciembre 2025

Índice

01	Introducción y alcance del documento	Pág 9
02	MiCA: una norma esencial del paquete de finanzas digitales y de aplicación directa <ul style="list-style-type: none">2.1 MiCA como parte del paquete de Finanzas Digitales2.2 Paquete MiCA: Reglamentos de Nivel 1, 2 y 3 y ausencia de transposición nacional	Pág 9
03	MiCA: Armonización en la teoría, divergencia en la práctica <ul style="list-style-type: none">3.1 Ejemplos de divergencias entre Estados miembros y sus riesgos3.2 Riesgos: Instalación de CASPs en jurisdicciones “más laxas” y sus consecuencias<ul style="list-style-type: none">3.2.1 Supervisión directa de la ESMA y otras posibles soluciones	Pág 15
04	MiCA en España <ul style="list-style-type: none">4.1 Experiencia práctica de los primeros expedientes ante la CNMV4.2 Lecciones aprendidas y expectativas de evolución	Pág 22
05	Interacción de MiCA con la normativa de servicios de pago y servicios de inversión (Régimen Piloto) <ul style="list-style-type: none">5.1 MiCA y pagos: Problemática actual y, en el ámbito de las licencias propuesta non-action letter5.2 MiCA y Régimen Piloto	Pág 24
06	Conclusiones y recomendaciones	Pág 30

01 Introducción y alcance del documento

El presente documento analiza cómo el paquete normativo MiCA¹, pese a estar compuesto exclusivamente por reglamentos, directrices y Q&A de la Autoridad Europea del Mercado de Valores (ESMA, en siglas inglesas) y de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) que son de aplicación directa, si bien, todavía no se ha conseguido un marco de actuación homogéneo en la Unión Europea. Muy al contrario, existen divergencias significativas entre Estados miembros tanto en la interpretación de los requisitos como en el enfoque de las distintas autoridades supervisoras nacionales.

Más concretamente, el documento aborda los siguientes aspectos:

- La heterogeneidad en la aplicación práctica de MiCA en distintos Estados miembros. Para mostrar estas divergencias se detallan algunos de los aspectos que son objeto de distinta interpretación y entendimiento.
- La interacción entre MiCA y otra normativa como la regulación de servicios de pago (PSD 2² y futura PSD 3) y el Régimen Piloto DLT³ que genera también fricciones en las distintas jurisdicciones.
- Unas recomendaciones finales sobre cómo superar estas divergencias.

02 MiCA: una norma esencial del paquete de finanzas digitales y de aplicación directa

2.1 MiCA como parte del paquete de Finanzas Digitales

El Reglamento MiCA y su normativa de desarrollo forma parte de la Estrategia de Finanzas Digitales de UE que presentó la Comisión Europea en marzo de 2018 y que completó en septiembre de 2020 con un nuevo “paquete de finanzas digitales”.

El paquete tiene como propósito (i) impulsar la competitividad e innovación de Europa en el sector financiero; (ii) ofrecer a los consumidores y a las empresas más posibilidades de elección en

¹ Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo de 31 de mayo de 2023 relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 1095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937.

² Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre servicios de pago en el mercado interior y por la que se modifican las Directivas 2002/65/CE, 2009/110/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) n.º 1093/2010 y se deroga la Directiva 2007/64/CE.

³ Reglamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 2022 sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 909/2014 y la Directiva 2014/65/UE.

materia de servicios financieros y soluciones de pago modernas y (iii) garantizar la protección de los consumidores y la estabilidad financiera.

El paquete, además de incluir el Reglamento MiCA, se completa con el Reglamento sobre Resiliencia Operativa Digital (conocido como DORA⁴ por sus siglas inglesas) el Reglamento sobre tecnología de registro distribuido (Régimen Piloto de las infraestructuras del mercado basadas en tecnologías de registros distribuidos - DLT) y la Estrategia de Datos Financieros Abiertos (Open Finance).

MiCA establece el primer marco normativo para los criptoactivos, sus emisores y los proveedores de servicios. La finalidad de esta regulación es reforzar la protección de los inversores y mitigar los riesgos inherentes a los criptoactivos, promoviendo al mismo tiempo la innovación y consolidando el liderazgo de la Unión Europea como referente en materia de normalización de la política digital.

Para ello, las normas del paquete MiCA abarcan:

- Los requisitos de transparencia y divulgación para la expedición, la oferta al público y la admisión de criptoactivos a una plataforma de negociación;
- la autorización y el control de los proveedores de servicios de criptoactivos (“**CASP**”) y de los emisores de fichas referenciadas a activos y fichas de dinero electrónico;
- el funcionamiento, la organización y la gobernanza de los emisores y de los proveedores de servicios de criptoactivos;
- la protección de los titulares de criptoactivos y los clientes de proveedores de servicios; y
- medidas para evitar las operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de información privilegiada y la manipulación del mercado.

2.2 Paquete MiCA: Reglamentos de Nivel 1,2 y 3

MiCA es un reglamento de aplicación directa, sin necesidad, a diferencia de las directivas, de transposición nacional.

Su desarrollo operativo se sustenta también en reglamentos delegados y de ejecución de Nivel 2 y en directrices de la ESMA o de la EBA (junto con Q&A) que igualmente son directamente aplicables en los distintos países de la UE. Pasamos a exponer estos desarrollos, muy prescriptivos y abundantes a continuación:

- **Normas de Nivel 2:** reglamentos delegados y de ejecución elaborados por la Comisión Europea a partir de los *technical standards* de ESMA y EBA. Hasta la fecha de emisión del presente documento, se han publicado **37 desarrollos normativos en el Diario Oficial de la Unión Europea**, divididos en 29 reglamentos delegados (“**RTS**”) y 8 reglamentos de ejecución (“**ITS**”).

Las normas de nivel 2 publicadas dan cumplimiento al mandato conferido por el Parlamento y el Consejo a la Comisión Europea en MiCA, con el objetivo de desarrollar y concretar numerosas obligaciones del Reglamento. Estas normas precisan los requisitos aplicables tanto a los emisores de criptoactivos sujetos a MiCA como a los proveedores

⁴ Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero y por el que se modifican los Reglamentos (CE) n° 1060/2009, (UE) n° 648/2012, (UE) n° 600/2014, (UE) n° 909/2014 y (UE) 2016/1011.

de servicios sobre criptoactivos, y refuerzan la delegación de facultades y la convergencia supervisora entre las distintas autoridades nacionales competentes.

Aunque la normativa de desarrollo la publica la Comisión Europea, el asesoramiento técnico sobre los diferentes actos delegados se reparten conforme a las funciones de supervisión asignadas por MiCA: la EBA se ocupa de los relativos a la emisión de fichas referenciadas a activos (ART, por sus siglas en inglés) y fichas de dinero electrónico (EMT, por sus siglas en inglés) y la ESMA, de los referentes a la emisión de otros criptoactivos y a la autorización y supervisión de los proveedores de servicios de criptoactivos. En la tabla siguiente se recogen los numerosos actos delegados ya publicados o pendientes de publicación (como indicábamos, a la fecha de este informe, 37 han sido publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea):

	<i>EBA (17)</i>	<i>ESMA (15)</i>
<i>RTS</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Requisitos de liquidez de la reserva de activos. • Contenido mínimo de la política y los procedimientos de gestión de liquidez. • Ajuste del requisito de fondos propios y las características mínimas de los programas de pruebas de resistencia (stress testing) de los emisores de tokens referenciados a activos (ART) o de tokens de dinero electrónico (EMT) sujetos a dichos requisitos. • Procedimiento y el plazo para que un emisor ajuste el importe de sus fondos propios al 3% del importe medio de la reserva de activos. • Metodología para estimar el número y el valor de las operaciones asociadas a los usos de los tokens referenciados a activos como medio de intercambio con arreglo a MiCA, y de los tokens de dinero electrónico denominados en una moneda que no sea moneda oficial de un Estado miembro. • Condiciones para el establecimiento y el funcionamiento de los colegios de supervisores. • Requisitos, plantillas y procedimientos para la tramitación de reclamaciones. 	<ul style="list-style-type: none"> • Información que debe incluirse en la notificación por parte de determinadas entidades financieras de su intención de prestar servicios de criptoactivos. • Información que debe incluirse en una solicitud de autorización como CASP. • Requisitos, plantillas y procedimientos para la tramitación de reclamaciones. • Información necesaria para realizar la evaluación de una adquisición propuesta de una participación cualificada en un proveedor de servicios de criptoactivos. <p>Información que debe intercambiarse entre autoridades competentes.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Documento tipo para los arreglos de cooperación entre autoridades competentes y autoridades supervisoras de terceros países. • Contenido, metodologías y presentación de la información relativa a indicadores de sostenibilidad en relación con las principales incidencias adversas sobre el clima y otros impactos adversos relacionados con el medio ambiente.

	<i>EBA (17)</i>	<i>ESMA (15)</i>
<p><i>RTS</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Información para la solicitud de autorización para ofrecer al público o solicitar la admisión a negociación de tokens referenciados a activos. • Contenido detallado de la información necesaria para realizar la evaluación de una adquisición propuesta de participaciones cualificadas en emisores de tokens referenciados a activos. • Procedimiento para la aprobación de un ART. • Contenido mínimo de las disposiciones de gobierno relativas a la política de remuneraciones. • Instrumentos financieros de alta liquidez con riesgo mínimo de mercado, de crédito y de concentración. • Requisitos de políticas y procedimientos sobre conflictos de intereses para los emisores de tokens referenciados a activos. • Elementos técnicos necesarios para que las entidades calculen sus requisitos de fondos propios por exposiciones a criptoactivos y el límite total de exposición a dichas exposiciones (mandato de CRR3). • Tasas cobradas por la EBA a los emisores de fichas significativas referenciadas a activos o de fichas significativas de dinero electrónico • Criterios para clasificar las fichas referenciadas a activos y las fichas de dinero electrónico como significativas • Normas procedimentales aplicables al ejercicio por la EBA de la facultad de imponer multas o multas coercitivas a los emisores de fichas significativas referenciadas a activos o de fichas significativas de dinero electrónico 	<ul style="list-style-type: none"> • Continuidad y regularidad en la prestación de los servicios de criptoactivos. • Modos en que deben presentarse los datos de transparencia para los proveedores de servicios de criptoactivos que operen una plataforma de negociación de criptoactivos. • Registros que deben conservarse de todos los servicios, actividades, órdenes y operaciones sobre criptoactivos realizados. • Contenido y formato de los registros del libro de órdenes para los proveedores de servicios de criptoactivos que operen una plataforma de negociación de criptoactivos. • Datos necesarios para la clasificación de los documentos informativos (white papers) sobre criptoactivos y las disposiciones prácticas para garantizar que dichos datos sean legibles por máquina. • Disposiciones, sistemas y procedimientos adecuados, así como de las plantillas que deban utilizarse para prevenir, detectar y notificar sospechas de abuso de mercado, y sobre los procedimientos de coordinación entre las autoridades competentes pertinentes para la detección y sanción del abuso de mercado en situaciones transfronterizas. • Requisitos de políticas y procedimientos sobre conflictos de intereses para los proveedores de servicios de criptoactivos, así como los detalles y la metodología para el contenido de las revelaciones de conflictos de intereses. • Criterios y factores que deben tener en cuenta la ESMA, la EBA y las autoridades competentes en relación con sus poderes de intervención.

	<i>EBA (2)</i>	<i>ESMA (6)</i>
<i>ITS</i>	<ul style="list-style-type: none"> Comunicación de información sobre las fichas referenciadas a activos y las fichas de dinero electrónico denominadas en una moneda que no sea una moneda oficial de un Estado miembro. Formularios, plantillas y procedimientos para la información que debe incluirse en la solicitud de autorización para ofrecer al público fichas referenciadas a activos y solicitar su admisión a negociación 	<ul style="list-style-type: none"> Formularios, plantillas y procedimientos normalizados para la notificación por parte de determinadas entidades financieras de su intención de prestar servicios de criptoactivos Formularios, plantillas y procedimientos normalizados para la información que debe incluirse en la solicitud de autorización como proveedor de servicios de criptoactivos Formularios, plantillas y procedimientos normalizados para la cooperación y el intercambio de información entre las autoridades competentes Formularios, plantillas y procedimientos normalizados para la cooperación y el intercambio de información entre las autoridades competentes y la EBA y la ESMA Formularios, los formatos y las plantillas para los libros blancos de criptoactivos Medios técnicos para la difusión pública adecuada de información privilegiada y para el retraso de la difusión pública de dicha información

- **Normas de Nivel 3:** Además de la normativa de desarrollo, ESMA y EBA han emitido, directrices, criterios interpretativos, opiniones y Q&A que orientan la supervisión práctica y el cumplimiento de determinadas obligaciones. Algunas de las opiniones han tenido especial relevancia al introducir nuevos procesos de autorización; por ejemplo, para la prestación de servicios de pago vinculados a EMT, como explicamos en este documento.

El espacio de preguntas y respuestas (Q&A) habilitado por ESMA y EBA ha permitido fijar criterio o dilucidar dudas sobre cuestiones interpretativas concretas. Hasta la fecha, entre ambas autoridades se han respondido más de 35 Q&A, con una actividad sensiblemente mayor por parte de ESMA.

Por último, en materia de **directrices**, que sirven de guía para facilitar el cumplimiento de obligaciones bajo MiCA, se han publicado **14**, tal y como se detalla en la siguiente tabla:

	<i>EBA (5)</i>	<i>ESMA (6)</i>
<i>Directrices</i>	<ul style="list-style-type: none"> Plantillas para ayudar a las autoridades competentes a desempeñar sus funciones de supervisión en relación con el cumplimiento de los emisores. Planes de reembolso. Pruebas de estrés de liquidez. Planes de recuperación. Mecanismos de gobernanza interna para los emisores de ART. 	<ul style="list-style-type: none"> Reverse solicitation. Condiciones y criterios para la cualificación de un criptoactivo como instrumento financiero. Normas sobre el mantenimiento de sistemas y protocolos de acceso seguro para los oferentes y las personas que solicitan la admisión a cotización de criptoactivos distintos de los tokens referenciados a activos y los tokens de dinero electrónico. Evaluación de idoneidad y estado periódico sobre el servicio de gestión de carteras de criptoactivos. Procedimientos y políticas, incluyendo derechos de clientes en el contexto del servicio de transferencias de criptoactivos. Conocimientos y competencias sobre el personal que asesora o informa.
	<i>Conjuntas</i>	
	<ul style="list-style-type: none"> Plantillas para explicaciones y dictámenes, y la prueba estandarizada para la clasificación de criptoactivos. Evaluación de la idoneidad de los accionistas y miembros con participaciones cualificadas en emisores de ART y CASP. Evaluación de la idoneidad de los miembros del órgano de administración de los emisores de ART y de CASP. 	

Como se puede observar en las tablas previas, el nivel de detalle y de prescripción es muy alto. Aunque los textos legales son muy extensos y prescriptivos y se cuenta con directrices y preguntas concretas en no pocos ámbitos (aspectos que podrían hacer pensar que no existe margen para diferencias entre los Estados miembros), en la práctica sí se aprecian ciertos matices en la interpretación de asuntos de detalle, pero críticos y en el enfoque supervisor, que ha derivado en diferencias sustantivas entre países como mostramos en este documento.

03 MiCA: Armonización en la teoría, divergencia en la práctica

3.1 Ejemplos de divergencias entre Estados miembros y sus riesgos

Plazos y regímenes transitorios (comparativa entre países).

El artículo 143.3 del Reglamento MiCA incluye la posibilidad de que los Estados miembros establezcan un periodo transitorio de hasta 18 meses. Por tanto, una vez publicado el Reglamento, los Estados miembros tienen que tomar una decisión sobre el periodo de aplicación de la norma en cada país, ya que, de no tomarse ninguna decisión, el Reglamento sería de aplicación a partir de julio de 2026.

Durante el periodo transitorio coexisten los proveedores autorizados bajo la normativa MiCA con aquellos que se han acogido al régimen transitorio español. Es decir:

- (a) Proveedores autorizados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“**CNMV**”) (o por otras autoridades competentes de la Unión Europea si tienen pasaporte)
- (b) Proveedores no autorizados aún, y que por tanto no figuran en ningún registro público de las autoridades nacionales competentes previstas por MiCA, que estén acogidos al régimen transitorio español:
 - Cuando presten servicios de compra y venta de criptoactivos, o su custodia, deberían haber estado incluidos en el registro de proveedores que ha llevado el Banco de España (a efectos de cumplimiento de normativa sobre prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo). Estos proveedores pueden consultarse en la página web del Banco de España. En este sentido, es importante recordar que este registro fue promovido por la Quinta Directiva de prevención de blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo que exigía a los estados miembro crear estos registros.
 - En el caso de otros servicios distintos de los anteriores, los proveedores que ya vieran prestándolos en España con anterioridad al 30 de diciembre de 2024 podrán continuar haciéndolo durante este periodo transitorio, sin necesidad de figurar en el registro del Banco de España.

La ESMA ha publicado una lista de los periodos transitorios decididos por cada uno de los Estados miembro que muestra la primera diferencia entre países:

- 6 meses: Eslovenia, Finlandia, Hungría, Letonia, Países Bajos y Polonia
- 9 meses: Suecia
- 12 meses: Alemania, Austria, Eslovaquia, Grecia, Irlanda, Lituania
- 18 meses: Bulgaria, Chipre, Croacia, Dinamarca, España, Estonia, Francia, Italia, Luxemburgo, Malta, República Checa, Rumanía
- Pendiente de decisión: Bélgica y Portugal

En consecuencia, el mercado europeo tendrá una aplicación asimétrica y escalonada con algunos estados sujetos plenamente a MiCA y otros todavía bajo su normativa nacional o una mezcla de ambos mundos. El resultado, por tanto, es el retraso en la efectividad del pasaporte único lo que genera ventajas en operadores ubicados en jurisdicciones más “lentas”.

□ Ritmo y criterios de autorización de CASPs y entidades financieras

MiCA establece distintos procesos a través de los cuales una entidad puede comenzar a prestar servicios sobre criptoactivos:

- (i) Un proceso de autorización para entidades que no ostentarán hasta el momento una licencia como entidad financiera. Este proceso, es más largo en plazo y exige el análisis de cuestiones que ya se presuponen cumplidas por entidades financieras, como la idoneidad de los accionistas o de los miembros del consejo de administración;
- (ii) Un proceso de notificación, más laxo en contenido y plazos (60 días previo al inicio de actividades) para entidades financieras (bancos, empresas de servicios de inversión, gestoras, etc.); y

Sin perjuicio de lo anterior, también el artículo 62 de MiCA prevé un proceso simplificado para aquellos proveedores de servicios de criptoactivos (CASP, por sus siglas en inglés) que ya hubieran facilitado determinada información en los procesos de registro previos a MiCA. Algunos países, como Alemania optaron por aplicarlo, recibiendo los expedientes antes de la entrada en aplicación de MiCA y, por ello, pudimos ver, por ejemplo, en Alemania, dos licencias el mismo día que MiCA entró en aplicación (31-12-2024). En otros países, como España no fue posible aplicar este proceso más simplificado puesto que los procesos de registro de los CASP previos a MiCA únicamente requerían aportar medidas y procedimientos en materia de prevención del blanqueo de capitales y financiación del terrorismo (“PBC/FT”).

Pese a que numerosas entidades de crédito han optado por notificar su intención de prestar servicios sobre criptoactivos, una encuesta reciente de la EBA y ESMA a empresas de servicios de inversión y gestoras en la UE evidencia un apetito muy reducido; de 243 entidades, solo 4 manifestaron interés en solicitar la prestación de estos servicios, algo llamativo cuando MiCA les ofrece un procedimiento menos complejo que una autorización.

En cuanto al ritmo de autorizaciones, las divergencias entre autoridades se han hecho notar, haciendo que la concesión de licencia MiCA se esté produciendo de forma asimétrica entre las distintas jurisdicciones europeas.

□ Interpretación de requisitos de idoneidad, competencias y gobernanza

Otro de los asuntos que la norma deja a criterio de los supervisores nacionales es la evaluación de la idoneidad de los miembros del órgano de administración y los socios de los emisores y proveedores de servicios de criptoactivos. MiCA se desarrolla en este punto en base a soft-law, en particular, en base a las Directrices conjuntas de la EBA y la ESMA que establecen que serán las autoridades competentes nacionales las encargadas de especificar procedimientos de supervisión aplicables a la evaluación de idoneidad, pudiendo incluso, realizar entrevistas.

Esto supone que, en la práctica, cada autoridad nacional de cada Estado miembro aplicará sus propios criterios para concluir si está suficientemente probado que un administrador o un socio/accionista con participación significativa en un emisor o un proveedor de servicios de criptoactivos es idónea o si la información facilitada es suficiente para completar la evaluación; porque, aunque los principios generales estén contenidos en las mencionadas Directrices, la interpretación de los mismos puede ser más o menos laxa según el país.

□ Régimen de agentes y marcas blancas: prohibición, límites y dudas interpretativas

Uno de los debates más visibles gira en torno a la posibilidad de que los CASPNO actúen a través de agentes o terceros colaboradores. MiCA no regula un régimen de agencia, tampoco lo prohíbe, si bien, la respuesta de la Comisión Europea, canalizada a través del Q&A de ESMA n.º 2143 (12 de septiembre de 2024), fue tajante:

“MiCA no prevé un régimen de agentes similar al de MiFID II. No existe disposición alguna que permita a un CASP designar a un tercero para recibir órdenes, transmitirlos o prestar asesoramiento en su nombre. Si un CASP designa un agente, éste debe ser a su vez un CASP autorizado”.

La conclusión literal es clara: MiCA no reconoce un marco de agentes y, por tanto, solo los CASP autorizados pueden prestar servicios sobre criptoactivos en la Unión Europea. No obstante, la interpretación y aplicación práctica de este principio difiere de forma notable entre Estados miembros, dado que la interpretación sobre el concepto de agente no está completamente armonizada.

En España, la CNMV mantiene una interpretación amplia del concepto de agente de acuerdo con el posicionamiento de ESMA en el ámbito de valores. Según esta interpretación, cualquier tercero que perciba una remuneración vinculada al volumen de captación de clientes o a su operativa, ampliando el alcance previsto por ESMA en su Q&A, que define al agente como aquel que recibe órdenes, las transmite o presta asesoramiento, siendo una figura que va más allá de la propia captación del cliente.

Los conceptos de marca blanca y los nuevos modelos de distribución están en el foco supervisor, siendo de especial relevancia que la figura del agente que se establece como prohibido debe quedar suficientemente clara, para que la mera captación de clientes o casos en los que el servicio se presta de forma directa por un CASP, pero desde la aplicación de un tercero, no califique como agente.

La problemática práctica, más allá de las interpretaciones jurídicas, está en que actualmente existen CASP autorizados que ofrecen y publicitan de forma clara y transparente modelos de marca blanca, en los que un CASP autorizado presta el servicio MiCA de forma clara y transparente al cliente, pero integra su infraestructura en la plataforma de un tercero, bajo un esquema de responsabilidad y supervisión claro para el CASP que presta el servicio regulado. Se trata de colaboraciones que no sustituyen al CASP ni desdibujan su responsabilidad, sino que amplían el acceso al servicio bajo un modelo plenamente controlado y transparente. De hecho, en la mayoría de estos casos, el CASP no remunera a este tercero por la captación de clientes, sino al revés, dado que el tercero quiere incorporar los servicios de un CASP para mejorar su oferta o capacidades, es este quien paga al CASP por ello.

Este escenario, en el que conviven el enfoque restrictivo junto con CASP autorizados prestando servicios en esquemas de marca blanca, podría afectar a la evolución de los modelos planteados por los CASP nacionales.

Por tanto, consideramos oportuno definir un criterio europeo uniforme que distinga claramente entre captación activa de clientela, difusión de información o publicidad bajo control del CASP y una recepción y transmisión de órdenes.

□ **Subcustodia, profondeos y devoluciones: vacíos normativos y enfoques divergentes**

Otra cuestión que ha generado dudas en su aplicación práctica y que se ha requerido de aclaraciones por parte de ESMA, ha sido en lo relativo a la gestión operativa de los criptoactivos custodiados, surgiendo la necesidad de distinguir los supuestos de subcustodia (en el que un CASP decide delegar la custodia en otro CASP) de los de profondeo (en los que un CASP tiene la necesidad únicamente operativa de profundear su cuenta en la plataforma en la que se espera ejecutar una orden para su liquidación y ayudar a una mejor ejecución).

El **Q&A n.º 2608 de ESMA (9 de julio de 2025)** aborda de forma explícita esta cuestión:

“El profondeo de operaciones de clientes utilizando sus criptoactivos constituye subcustodia y, por tanto, solo puede realizarse cuando el tercero que los recibe esté autorizado como CASP para la prestación del servicio de custodia y administración de criptoactivos conforme a MiCA.”

ESMA añade que, cuando los activos se transfieren a un tercero únicamente para la liquidación de una transacción ya ejecutada, este movimiento no debe considerarse subcustodia.

La literalidad del criterio introduce una distinción crucial: el profondeo previo (adelantar activos de clientes para ejecutar órdenes) solo sería admisible si el tercero es un CASP autorizado en los términos de MiCA; el movimiento posterior (liquidación) no. Sin embargo, en la práctica, muchos modelos de negocio requieren de forma previa transferencias técnicas y temporales de criptoactivos para garantizar la eficiencia operativa, y en mayor medida, que la operativa tenga sentido., etc.), descartando en todo caso que se trate de una externalización de funciones.

ESMA en su Q&A únicamente exige cumplir con lo referido a la subcustodia, pero no a lo exigido en MiCA respecto de la externalización. Si bien, sigue persistiendo la duda, y por el impacto que tiene su respuesta en el día a día de los CASP, es donde aflora una vez más la necesidad de mayor claridad de interpretación por parte de ESMA. Si bien, una vez aclarado que se está ante una subcustodia operativa y transitoria, pero nunca formalmente delegada, no debería exigirse cumplir todo lo requerido para estos supuestos dado que la responsabilidad del custodio frente a su clientela es absoluta en todo caso.

En el ámbito de la gestión de los fondos de los clientes, MiCA es muy claro en su exigencia, los CASP que no sean proveedores de servicios de pago y que estén en posesión de euros de los clientes, deben asegurar que los fondos están salvaguardados en entidades de crédito o en banco central. A su vez, los CASP que prestan servicios de RTO o Ejecución, para asegurar la liquidación en las plataformas de negociación, también deben hacer un profondeo de fondos, y claro, estos no pueden ser los de los clientes.

Ello obliga a una duplicación de fondos siendo necesaria el establecimiento de líneas de crédito y de facto una salvaguarda doble de los fondos: una directa y otra indirecta. Se requiere que la revisión prevista de MiCA para atender esta problemática.

□ **Teletrabajo y organización operativa: flexibilidad vs. rigidez supervisora**

MiCA exige que las decisiones de gestión y control se adopten en el Estado miembro donde el CASP está establecido con el objetivo de garantizar una “operativa real” en la Unión y evitar estructuras locales vacías. Sin embargo, este principio colisiona con una realidad muy particular del sector cripto, caracterizado por ser entidades de carácter global y estar formadas por equipos distribuidos geográficamente y en entornos laborales digitales. Esto es una problemática práctica sin resolver, ¿es necesario exigir oficinas con presencialidad mínima para poder garantizar una supervisión adecuada y eficiente cuando las entidades operan en la nube? ¿es necesario exigir una residencia en el Estado miembro por parte de un porcentaje mínimo del equipo directivo?

La cuestión de fondo en este documento está en si la interpretación del requisito de “presencia efectiva” debe tomarse también por ESMA o puede quedar en las autoridades nacionales competentes.

3.2 Riesgos: Instalación de CASPs en jurisdicciones “más laxas” y sus consecuencias

Las divergencias que se han identificado en el apartado anterior están dado lugar a movimientos de “forum shopping”, con entidades eligiendo jurisdicciones más permisivas a la hora de solicitar las licencias MiCA. Esto afecta tanto a las entidades que cuentan con sede dentro de la UE, como aquellas entidades no europeas que deben establecerse físicamente en Europa para solicitar su propia licencia MiCA y poder seguir ofreciendo sus servicios en Europa.

Desde el punto de vista de las entidades europeas, si bien la mayoría de ellas están solicitando sus licencias en su país de origen, en algunos casos, debido a la presión supervisora de algunos países, la demora en la concesión de licencias, así como de los periodos transitorios publicados en cada uno, están planteándose mover su sede a estas jurisdicciones más laxas, o que en definitiva están siendo más ágiles a la hora de conceder las licencias.

Por otro lado, los jugadores no europeos se enfrentan a la decisión de en qué jurisdicción solicitar la licencia, con el resultado de que muchas de ellas han optado por estas jurisdicciones más laxas.

Profundizando más en el caso paradigmático de Malta, cabe mencionar la evaluación de la ESMA, así como la evaluación que ha realizado a la Autoridad de Servicios Financieros de Malta (MFSA) a través de una publicación tras la revisión de su proceso de autorización de MiCA. En este contexto, en diciembre de 2024 el Consejo de Supervisores acordó la adopción de un enfoque coordinado para las autorizaciones de los CASP, mediante:

- (i) la adopción de un informe de supervisión sobre la autorización de los proveedores de servicios de cryptoactivos (CASP) en el marco de MiCA y

- (ii) el debate de los principales casos de autorización de CASPs, antes de conceder la autorización.

Tras una serie de acontecimientos, el Consejo de Supervisores decidió, en abril de 2025, poner en marcha una revisión por pares sobre la autorización y la supervisión temprana de un CASP por parte de la MFSA, que fue el primer Estado miembro en conceder las primeras licencias MiCA. Su objetivo era el de fomentar la convergencia en materia de supervisión y mejorar las prácticas de supervisión de todas las autoridades nacionales competentes.

Finalmente, la ESMA concluyó en su evaluación lo siguiente sobre el proceso aplicado por la MFSA, en base a los siguientes ámbitos revisados:

Ámbito	Resultado
Configuración y recursos de supervisión	Cumple totalmente con las expectativas
El proceso de autorización	Cumple parcialmente con las expectativas
La revisión de supervisión y el uso de facultades adecuadas	Cumple ampliamente con las expectativas

Por tanto, la revisión concluyó con algunas recomendaciones y mejores prácticas para aplicar a los procesos de autorización, ya no solo para la MFSA, sino también para el resto de las Autoridades Nacionales Competentes. En resumen, la ESMA sugiere prestar atención a los siguientes ámbitos:

- El crecimiento del negocio, donde es importante mantenerse al día con la adecuación de los recursos, enfoques y sistemas.
- Los conflictos de intereses, incluidos los relacionados con la combinación de servicios CASP y los requisitos de divulgación relacionados.
- La gobernanza y los acuerdos intragrupo.
- La arquitectura TIC, incluida la dependencia intragrupo y el uso de terceros proveedores.
- Web 3 y productos que impliquen las finanzas descentralizadas, incluida la promoción de otros servicios no regulados.

En conclusión, esta capacidad de elegir la jurisdicción de establecimiento en la Unión Europea resulta especialmente preocupante en el caso de los CASPs, cuyo modelo de prestación es eminentemente digital y transfronterizo, lo que les permite operar en toda la Unión Europea sin presencia física en los países de destino, sino simplemente con la solicitud del pasaporte de su licencia en cada uno de los países donde pretender prestar efectivamente sus servicios. Además, en este punto también entra un punto en juego y es la problemática del “*reverse solicitation*”, donde un gran número de CASP están acogidos a este supuesto para la prestación de sus servicios, defendiendo que muchos de los clientes entran a usar sus servicios por su propia cuenta, sin que se haya realizado ningún tipo de promoción o marketing en determinados países por parte de los CASP, lo que en cierto modo implica que los CASP no soliciten licencias en determinadas jurisdicciones.

El resultado es una fragmentación regulatoria de facto, con potencial impacto sobre la estabilidad del mercado, la igualdad competitiva y la confianza de los inversores.

3.2.1 Supervisión directa de la ESMA y otras posibles soluciones

Por todo lo expuesto anteriormente, algunos de los supervisores europeos (Francia, Austria e Italia) se han posicionado de forma conjunta, a través de una petición escrita que han realizado a la ESMA solicitando que esa autoridad asuma una supervisión directa sobre los CASP significativos.

Según el análisis realizado por los supervisores, actualmente, el régimen propuesto por MiCA se basa únicamente en la obligación de las autoridades nacionales de informar a la ESMA, lo que limita la eficacia y el alcance de la supervisión. Las tres autoridades abogan por una transferencia de competencias a la ESMA, siguiendo el ejemplo del Mecanismo Único de Supervisión en el ámbito bancario o del régimen aplicable a los emisores de stablecoin de importancia significativa, que son supervisados por la EBA de forma directa.

Esta medida trata de evitar la fragmentación y las elecciones oportunistas entre jurisdicciones, garantizando una aplicación uniforme de las normas y reduciría los costes de supervisión, mejorando probablemente su eficiencia.

La ESMA en su programa de actividades de 2026 ya ha adelantado algunas de las cuestiones que ayudarán a llevar a cabo una supervisión homogénea en Europa, por ejemplo, la supervisión de abuso de mercado centralizada por este organismo. Asimismo, destaca seguir compartiendo y centralizando criterios a través del desarrollo de normativa de nivel 3 (directrices, Q&A, etc.).

Otra alternativa a la asignación a la ESMA de la supervisión de los CASP (por lo menos de los significativos) sería la de conseguir mayor coordinación entre los distintos supervisores nacionales a través de la ESMA, activando plenamente el marco de cooperación previsto en MiCA en su artículo 95 mediante procedimientos y plantillas comunes para gestionar solicitudes entre supervisores, incluidas vías urgentes y envíos no solicitados de información cuando sea útil para otro supervisor, tal y como se recoge en el Reglamento de Ejecución (UE) 2024/2545.

En casos transfronterizos, los supervisores pueden pedir a la ESMA coordinar inspecciones o investigaciones y crear grupos ad hoc con la EBA, lo que reduce resultados divergentes y cargas duplicadas para los CASP. Además, el Reglamento Delegado 2025/300 fija listados cerrados de intercambios de información que los supervisores deben aplicar (libros blancos, medidas/sanciones, expedientes de ART/EMT), asegurando decisiones convergentes y homogéneas.

04 MiCA en España

4.1 Experiencia práctica de los primeros expedientes ante la CNMV

La CNMV, autoridad competente para otorgar licencias MiCA en España, ha habilitado materiales y canales específicos para agilizar la tramitación de expedientes y ha reforzado su capacidad con el proceso de contratación más ambicioso de los últimos años, incorporando perfiles para la supervisión de CASP y expertos en ciberseguridad y sistemas.

Con carácter previo a la entrada en aplicación de MiCA para CASP, la CNMV lanzó un proceso de pre-solicitud (entre septiembre y enero) para presentar documentación anticipadamente y acortar plazos. Actualmente, el número de licencias otorgadas hasta la fecha son , de los cuales únicamente uno culminó un procedimiento de autorización; los otros tres corresponden a entidades de crédito a través de procedimiento de notificación.

La complejidad intrínseca de los expedientes, por volumen documental, componente técnico y ajuste a nuevos modelos de negocio explican los plazos largos de este proceso regulatorio..

Ha sido un proceso de aprendizaje conjunto, entre la Entidades solicitantes y el supervisor, el cual ha debido analizar nuevos modelos de negocio y formas de prestación de servicios distintas a las de las entidades financieras tradicionales, así como a nuevas arquitecturas tecnológicas que sustentan los productos o servicios ofrecidos. En ese tránsito, se aprecia positivamente una consolidación progresiva de criterios por parte de la CNMV.

La experiencia de los expedientes en tramitación muestra con claridad los focos de revisión de la CNMV:

En el procedimiento de autorización

- El **plan de negocio** es el documento nuclear sobre el que pivota el resto del expediente. Un plan bien estructurado, preciso y claro, con hipótesis verificables, facilita la comprensión del modelo, la evolución de medios humanos ligada al negocio, el gasto en herramientas de supervisión y, en definitiva, la sostenibilidad del proyecto. Es importante destacar que, es frecuente que los CASP generen ingresos relevantes por actividades no cubiertas por MiCA; por ello, el plan debe evidenciar que los ingresos que provienen de los servicios regulados por MiCA son suficientes para sostener el negocio por sí mismos y representan un peso porcentual mayor que los derivados de servicios no regulados (como por ejemplo, servicios tecnológicos). En coherencia, la dotación de medios humanos debe ser consistente con la actividad y su hoja de ruta. Al hilo de lo anterior, se debe plantear una estructura de medios humanos acorde a la actividad y evolución del negocio.
- Por otro lado, el **departamento de ciberseguridad** de la CNMV adquiere un papel muy relevante en el análisis del expediente, ya que la CNMV analiza con detalle el marco de gestión de riesgos TIC y su alineamiento con DORA.
- La **idoneidad de los miembros del órgano de administración** debe quedar clara en sus *currícula vitae*, detallando la experiencia relevante y los elementos exigidos por las Directrices de idoneidad de los miembros del órgano de administración de los CASP de la ESMA.

- Por último, el **programa de actividades** debe delimitar con claridad los servicios a prestar y su encaje en las definiciones de MiCA. Es clave describir la operativa real (flujos, roles, etc.) y, cuando proceda, ajustarla para alinearla con criterios de CNMV/ESMA. Esto es especialmente relevante en modelos de compraventa que exigen working capital y conllevan subcustodia.

En el procedimiento de notificación

Las entidades con licencia financiera previa afrontan una carga documental menor, pues se presuponen elementos ya verificados (p. ej., idoneidad de accionistas y administradores, estructura organizativa).

En la práctica, estas entidades han optado mayoritariamente por delegar la custodia en un tercero. La CNMV centra aquí su preocupación en garantizar la continuidad y regularidad del servicio ante supuestos de indisponibilidad temporal o prolongada del proveedor. Resulta imprescindible disponer de un **plan de continuidad específico para la actividad cripto**, y contar con un proveedor de back-up que permita redirigir la operativa y migrar las claves custodiadas por el proveedor principal en un plazo razonable

Cuestiones comunes a ambos procesos

La CNMV ha mostrado preocupación por elementos comunes a ambos procedimientos, con especial foco en los siguientes:

- **Contrato o términos y condiciones con los clientes:** es un documento de especial escrutinio por parte del regulador. Debe cumplir el contenido mínimo cuando exista custodia o transferencias (arts. 75 y 82 de MiCA), recoger de forma expresa las obligaciones de protección al cliente y establecer un régimen de responsabilidad claro entre el proveedor y el cliente.
- **Modelos de compraventa que implican subcustodia (*working capital*):** es habitual que, para operar en los mercados de criptoactivos, los intermediarios o plataformas de negociación exijan un prefindeo periódico de posiciones para poder operar. Esto implica una subcustodia operativa y transitoria -no delegada- de posiciones de los clientes, por lo que debe explicarse con precisión cómo se mitigan los riesgos y como se supervisan por la entidad.
- **Identificación de proveedores necesarios para prestar los servicios:** es necesario detallar qué proveedores se emplean para cada servicio, su ubicación y clasificación, y acreditar las herramientas de supervisión (monitorización de wallets para PBC/FT, abuso de mercado, travel rule, etc.). En este ámbito es fundamental considerar que, para entidades de crédito, estos proveedores que se consideren como delegación de una función esencial, los proveedores deben ser homologados ante Banco de España. Este proceso es paralelo al de la notificación.

4.2 Lecciones aprendidas y expectativas de evolución

Tras los primeros expedientes, CNMV y entidades han convergido en prácticas comunes y existe un entendimiento compartido sobre la profundidad y forma en que la CNMV espera que se detalle cada capítulo del expediente.

La previsión a futuro, de acuerdo con lo anterior es que, con unos criterios ya interiorizados, se espera mayor agilidad en la tramitación, las preguntas supervisoras serán más acotadas y los plazos deberían reducirse. Actualmente hay alrededor de 20 expedientes en curso de tramitación y se prevé una aceleración en los próximos meses.

Pese a estos avances en la CNMV, MiCA no es un compartimento estanco y está íntimamente relacionada con otra normativa como es la de pagos y la de valores, participando en el ámbito de pagos otro supervisor, el Banco de España..

05 Interacción de MiCA con la normativa de servicios de pago y servicios de inversión (Régimen Piloto)

5.1 MiCA y pagos: Problemática actual y, en el ámbito de las licencias propuesta non-action letter

En el ámbito regulatorio cuando tratamos cuestiones de innovación, es habitual que empecemos partiendo del principio de proporcionalidad y neutralidad tecnológica por el que, a misma actividad y mismo riesgo, debe aplicar la misma regulación con independencia de la tecnología que la soporte. Por ello, desde los primeros borradores del Reglamento MiCA, se debatió sobre la necesidad y pertinencia de regular la emisión y la prestación de servicios MiCA de los e-money tokens (“EMT”)⁵ si ya contaban con una normativa propia. También en estas primeras lecturas, se reflexionaba sobre la introducción del servicio de transferencias que en vez de regularse de forma finalista como en el ámbito de los servicios de pago, se definía de forma material, formando parte de otros servicios. Todo ello, ya se anunciaba en el considerando 93 de MiCA lo siguiente:

“Muchos proveedores de servicios de criptoactivos también ofrecen algún tipo de servicio de transferencia de criptoactivos como parte de, por ejemplo, el servicio de custodia y administración de criptoactivos por cuenta de clientes, el canje de criptoactivos por fondos u otros criptoactivos, o la ejecución de órdenes relacionadas con criptoactivos por cuenta de clientes. En función de las características precisas de los servicios asociados a la transferencia de fichas de dinero electrónico, tales servicios pueden incluirse en la definición de servicio de pago de la Directiva (UE) 2015/2366.

⁵ Definición de EMT del Reglamento MiCA: «ficha de dinero electrónico»: un tipo de criptoactivo que, a fin de mantener un valor estable, se referencia al valor de una moneda oficial;

Definición de dinero electrónico por la Directiva de dinero electrónico: se entiende por dinero electrónico todo valor monetario almacenado por medios electrónicos o magnéticos que represente un crédito sobre el emisor, que se emita al recibo de fondos con el propósito de efectuar operaciones de pago según se definen en el artículo 2.5 de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, y que sea aceptado por una persona física o jurídica distinta del emisor de dinero electrónico

En tal caso, dichas transferencias deben ser realizadas por una entidad autorizada para prestar servicios de pago de conformidad con dicha Directiva”.

Por todo lo anterior, la convivencia entre el Reglamento MiCA y la Directiva (UE) 2015/2366 (“**PSD 2**”) y la normativa de dinero electrónico ha sido desde 2020 uno de los principales focos de incertidumbre en la implementación del nuevo marco europeo de criptoactivos.

En este contexto, la EBA publicó el 10 de junio de 2025 su Opinión EBA/Op/2025/08, conocida como la *Non-Action Letter* sobre la interrelación entre ciertos servicios con criptoactivos y los servicios de pago cuando se utiliza e-money tokens, con el objetivo de ofrecer una solución provisional mientras avanza la tramitación de **PSD 3** y del Reglamento de Servicios de Pago (“**PSR**”).

La problemática no es solo técnica, sino que afecta directamente a la delimitación de competencias entre autoridades supervisoras (EBA y ESMA y los supervisores nacionales como CNMV, Banco de España) y a la posibilidad de que una misma entidad requiera y mantenga dos licencias simultáneas, una bajo MiCA y otra bajo PSD 2.

La EBA parte de una constatación clara: algunos servicios sobre EMTs pueden simultáneamente calificarse como servicios de pago en el sentido de la PSD 2. En particular, reconoce que las actividades consistentes en la transferencia de EMT entre usuarios pueden constituir la ejecución de operaciones de pago, generando solapamiento entre MiCA y PSD 2. Sin embargo, la EBA advierte que ni la PSD 2 ni MiCA fueron concebidas para operar en paralelo sobre un mismo servicio, y que exigir una doble autorización sería contrario a los principios de proporcionalidad y de coherencia regulatoria del marco financiero de la UE. No obstante lo anterior, la EBA si solicita que los CASP que presten servicios de transferencia y custodia de wallets que permitan la transferencia de EMT, deben obtener la licencia para prestar el servicio de pago de ejecución de operaciones de pago mediante transferencias antes del 2 de marzo de 2026.

Si bien, muchos casos podrían resultar sencillos para determinar cuándo un CASP está prestando o no servicios de pago, pero otros son complejos y su consecuencia puede resultar desproporcionada. Por ejemplo, en el caso de las devoluciones, un CASP en la medida que es custodio, el Reglamento MiCA le exige garantizar la devolución de los criptoactivos, en caso de custodiar EMT, si el cliente exige la devolución mediante el traspaso a una wallet de su titularidad en otro proveedor, ¿dicha transferencia es una operación de pago⁶? ¿sería válido considerar que en estos casos, el CASP está actuando como agente comercial del cliente y por tanto es una operación exenta de PSD 2?

Estas cuestiones todavía no están resueltas, pero se espera que en los próximos meses tengamos claridad sobre todo ello.

⁶ De acuerdo con el Real Decreto 19/2018 de servicios de pago, incorporamos las siguientes definiciones normativas:

- (i) Operación de pago una acción, iniciada por el ordenante o por cuenta de éste, o por el beneficiario, consistente en ingresar, transferir o retirar fondos, con independencia de cualesquiera obligaciones subyacentes entre el ordenante y el beneficiario.
- (ii) Transferencia: servicio de pago destinado a efectuar un abono en una cuenta de pago de un beneficiario mediante una operación de pago o una serie de operaciones de pago con cargo a una cuenta de pago de un ordenante por el proveedor de servicios de pago que mantiene la cuenta de pago del ordenante, y prestado sobre la base de las instrucciones dadas por el ordenante.

En relación con las licencias debemos destacar que, aunque el considerando citado, ya incorporaba la necesidad de tener una licencia de pagos para ejecutar transferencias de EMT, eso no quedó suficientemente claro. En este contexto, el artículo 60 de MiCA ya contempla la posibilidad de que las entidades de dinero electrónico (“**EDE**”) puedan prestar servicios MiCA vía el proceso de notificación, pero únicamente para los servicios de custodia y transferencia de los EMT que emitan. Sin embargo, no se incorporó nada en relación con las entidades de pago o con EDE que quisieran prestar servicios de transferencia o custodia de EMT que no hubieran sido emisores.

Las propuestas legislativas de PSD 3 (versión de 13 de junio de 2025) y del PSR avanzan precisamente en construir unos puentes entre MiCA y la normativa de servicios de pago que sea más completa que el régimen actual.

Entre otras cosas el nuevo marco normativo quiere unificar el tratamiento de los servicios de pago y los vinculados al dinero electrónico, eliminando la duplicidad actual. De forma que las transferencias de dinero electrónico y EMT **podrán calificarse y tratarse como pagos**, integrando estas figuras en el sistema de pagos regulado de la Unión. Además, las propuestas legislativas quieren que las EP también puedan beneficiarse del régimen de notificación de MiCA.

Mientras se consolida la aplicación conjunta de MiCA y la futura PSD 3, la EBA ha instado a las autoridades nacionales a adoptar un enfoque supervisor coherente, unificado y pragmático para los servicios de pago basados en EMT. La EBA recomienda que los CASP que operen con EMT obtengan su licencia como proveedores de servicios de pago o asociarse con una entidad autorizada antes del 2 de marzo de 2026, hasta entonces, los supervisores deberían aplicar procedimientos de autorización simplificados, utilizando la información ya aportada en los expedientes de autorización MiCA y evitando requerir documentación duplicada. En el ámbito español, Banco de España ya ha habilitado un formulario específico para CASP que deban obtener la autorización para prestar servicio de ejecución de operaciones de pago de transferencias de EMT.

En cuanto a las prioridades supervisoras, la EBA recomienda centrar los esfuerzos de control en las materias con mayor impacto en la integridad del sistema y la protección del usuario. En concreto, se insta a priorizar la supervisión sobre autenticación reforzada, notificación de fraude y cálculo acumulativo de fondos propios, relegando a un segundo plano, por ahora, otras obligaciones como la información precontractual o la revisión de los mecanismos de salvaguarda.

La EBA también identifica un conjunto de cuestiones básicas de cumplimiento que los CASP deberán integrar desde ahora: (i) en materia de fondos propios, propone aplicar un enfoque acumulativo, sumando las exigencias prudenciales de MiCA y PSD 2 hasta la entrada en vigor de PSD 3; (ii) en el ámbito de la protección al consumidor, la EBA sugiere adaptar las obligaciones de transparencia y ejecución a las limitaciones tecnológicas de las redes blockchain, y valorar caso por caso la aplicabilidad de las nuevas exigencias previstas en PSD 3, como la verificación del beneficiario; y (iii) también reafirma que las transferencias de EMT deben someterse a autenticación reforzada en los mismos supuestos que los pagos tradicionales, garantizando un nivel de seguridad equivalente.

Por último, respecto al open banking, la autoridad aconseja no priorizar la supervisión de este ámbito hasta que PSD 3 y el futuro Reglamento de Acceso a los Datos Financieros (FiDA) aclaren su aplicación para evitar duplicidades regulatorias.

Estas orientaciones son una solución temporal que refuerzan una idea central: asegurar coherencia y proporcionalidad mientras Europa transita hacia un marco único donde el dinero tokenizado y los pagos tradicionales coexistan bajo reglas homogéneas. El reto ahora no es técnico, sino interpretativo: que las autoridades nacionales y europeas apliquen de forma coherente los criterios de la EBA y de la futura PSD 3, para que la integración de MiCA en el marco de pagos sea una realidad.

5.2 Régimen Piloto y LMVSI: Tokenización de instrumentos financieros

El *Reglamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 2022, sobre un régimen piloto de infraestructuras de mercado basadas en tecnología de registro distribuido (TRD)*, establece las normas necesarias para garantizar la seguridad jurídica en la representación de instrumentos financieros mediante sistemas DLT (el “Reglamento del Régimen Piloto” o el “Reglamento”).

En concreto, esta norma modificó la Directiva MiFID II para incorporar, dentro de la definición de instrumento financiero, aquellos emitidos utilizando tecnologías de registro distribuido. En consecuencia, obligó a los Estados miembros a adaptar sus ordenamientos jurídicos antes del 23 de marzo de 2023, con el fin de incluir esta nueva categoría en sus marcos normativos nacionales.

Esta previsión supuso el reconocimiento legal pleno de la representación mediante DLT como una forma válida de emisión, dando lugar a instrumentos financieros nativamente digitales, creados directamente en un registro distribuido.

En el caso de España, la entrada en vigor de la *Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI)*, incorporó expresamente la posibilidad de representar instrumentos financieros a través de tecnologías DLT, permitiendo así la emisión de este tipo de activos dentro del marco jurídico nacional.

Respecto a su negociación en el mercado secundario, el Reglamento establece que esta solo podrá realizarse en infraestructuras de mercado basadas en TRD (sistemas de negociación y liquidación), que obtengan licencia bajo el Régimen Piloto. En esta fase inicial, el ámbito de aplicación se limita a acciones, bonos u otros instrumentos de deuda no compleja, así como a participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva autorizadas conforme a la Directiva UCITS, siempre dentro de los umbrales máximos fijados para cada tipo de instrumento.

En este contexto, el Régimen Piloto configura un marco de exenciones específicas respecto a determinados requisitos de la normativa financiera tradicional, que de otro modo podrían obstaculizar la innovación en negociación y liquidación de criptoactivos con consideración de instrumento financiero.

A diferencia de MiCA, el Régimen Piloto no cuenta con normativa de desarrollo de nivel 2, sino únicamente con un documento de preguntas y respuestas (Q&A). En líneas generales, no se ha observado curiosamente una falta de homogeneidad en los expedientes del Régimen Piloto pese a que la normativa es mucho menos prescriptiva que MiCA. Pese a ello, los procesos de autorización bajo el Régimen Piloto, que requieren de un dictamen de la ESMA y su valoración de los expedientes, están resultando en exceso lentos.

Actualmente, tanto la Comisión Europea como la ESMA han publicado informes de seguimiento en los que evalúan los primeros resultados del régimen y estudian la posibilidad de ampliar su alcance a otros instrumentos financieros —como las instituciones de inversión colectiva o las entidades de capital riesgo reguladas por la Directiva AIFMD— en futuras fases.

En cuanto a la situación actual en España, a la fecha de redacción del presente informe, solo existen cuatro infraestructuras de mercado autorizadas en toda Europa, ninguna de ellas en territorio español. No obstante, se prevé un crecimiento progresivo del número de proyectos y solicitudes de autorización durante el 2025 y 2026.

En el ámbito español, actualmente se desarrollan cinco proyectos en fase avanzada, varios de los cuales podrían obtener autorización antes de que finalice el año, marcando así un paso relevante hacia la integración efectiva de las infraestructuras basadas en TRD en nuestro ecosistema financiero nacional.

□ **Dinero tokenizado y Régimen Piloto**

En el marco de las infraestructuras de mercado reguladas por el Reglamento del Régimen Piloto, resulta esencial que las operaciones puedan liquidarse en dinero fiduciario emitido y operativo en TRD, de modo que la liquidación y la negociación se realicen sobre la misma tecnología. Solo así es posible aprovechar plenamente las ventajas que ofrece el registro distribuido en términos de eficiencia, trazabilidad y reducción de riesgos operativos.

Con este objetivo, el Reglamento prevé tres formas de liquidar las operaciones en dichos mercados: (i) dinero emitido por bancos centrales (Central Bank Digital Currency, “CBDC”); (ii) e-money tokens; y (iii) dinero bancario tokenizado.

Estas tres modalidades permiten ejecutar la liquidación de instrumentos financieros con dinero de curso legal representado en TRD, sin duplicidades entre las cuentas de efectivo tradicionales y su reflejo en el registro distribuido. En consecuencia, las compraventas pueden liquidarse de forma íntegra dentro de la propia infraestructura TRD.

El Reglamento fomenta expresamente el uso de dinero emitido por bancos centrales, siempre que resulte disponible o factible. No obstante, cuando la liquidación en dinero de banco central no sea viable, podrá realizarse a través de las cuentas propias del depositario central de valores (DCV) o de cuentas abiertas en una entidad de crédito, modalidad conocida como dinero de banco comercial.

A continuación, se detalla la situación regulatoria de cada opción:

- **CBDC (dinero de banco central tokenizado)**

El dinero emitido por bancos centrales en formato tokenizado constituye la primera opción contemplada en el Reglamento para la liquidación de operaciones en TRD. Sin embargo, en la práctica, a día de hoy no existe un euro digital mayorista operativo que permita su uso en procesos de liquidación basados en TRD.

El 1 de julio de 2025, el Banco Central Europeo (BCE) anunció una estrategia de doble vía para modernizar los mecanismos de liquidación en el Eurosistema.

En el corto plazo, el Proyecto Pontes busca conectar infraestructuras DLT con los TARGET Services, permitiendo la liquidación de operaciones en dinero de banco central. El BCE prevé lanzar un piloto antes de finalizar el tercer trimestre de 2026.

En paralelo, se desarrolla Appia, una solución estructural de largo plazo concebida como evolución del marco de pagos y liquidación del Eurosistema.

Pese a estos avances, el dinero de banco central no puede considerarse aún “disponible” para su uso efectivo en infraestructuras TRD.

- **E-money tokens (dinero electrónico tokenizado)**

La emisión de dinero electrónico tokenizado, o e-money tokens, se regula en el Reglamento MiCA, que los define como un tipo de criptoactivo cuyo valor se referencia a una moneda oficial con el fin de mantener estabilidad, y que posee consideración jurídica de dinero electrónico.

Según MiCA, los criptoactivos cuyo objetivo es preservar su valor mediante la referencia a una sola moneda oficial cumplen una función análoga a la del dinero electrónico recogida en su normativa aplicable, al actuar como sustitutos digitales de monedas y billetes utilizados habitualmente para realizar pagos.

Dado que estos activos plantean nuevos retos de protección al inversor minorista y de integridad de mercado, el Reglamento MiCA establece un régimen específico para su emisión y supervisión, garantizando su estabilidad y respaldo legal.

- **Dinero bancario tokenizado**

El dinero bancario tokenizado constituye una alternativa práctica prevista en el Régimen Piloto. A diferencia de las anteriores, su uso no requiere requisitos adicionales más allá de mantener cuentas abiertas en una entidad de crédito debidamente supervisada.

Los depósitos tokenizados quedan expresamente excluidos del ámbito de aplicación de MiCA, por cuanto ya están plenamente regulados en el marco prudencial bancario. Uno de los considerandos del propio Reglamento lo aclara expresamente señalando que no se ha considerado necesario, al menos por el momento, introducir una adaptación normativa específica para el uso de tecnologías TRD en la gestión de depósitos bancarios.

□ **Situación española: Ley del mercado de valores y la figura de la ERIR**

Con la incorporación en la LMVSI de la nueva forma de representación de instrumentos financieros basada en TRD, surge la figura de la Entidad responsable de la administración y registro de los valores negociables emitidos en este formato.

A diferencia de los tokens de emisión descentralizada, como Bitcoin o Ethereum, los instrumentos financieros tokenizados se caracterizan por su emisión centralizada, al existir siempre un emisor identificado, aunque se utilice la misma tecnología subyacente. Esa centralización implica la necesidad de un responsable del registro que garantice la integridad y trazabilidad de los valores, función que recae en la ERIR.

En el mercado primario, la ERIR deberá ser una entidad habilitada para la custodia de instrumentos financieros en España, es decir, una entidad de crédito, una sociedad de valores o una agencia de valores. En el caso de las instituciones de inversión colectiva (IIC), aunque la LMVSI no lo precisaba, la interpretación consolidada confirma la necesidad de contar con una ERIR en las emisiones de IIC tokenizadas. En estos supuestos, la propia SGIIIC puede asumir ese papel, siempre que esté autorizada para la actividad de custodia o la delegue en un tercero habilitado.

En cuanto a los mercados secundarios regulados por el Reglamento del Régimen Piloto, esto es, los valores negociables admitidos a negociación en centros basados en TRD, las funciones de la ERIR son asumidas directamente por las infraestructuras de mercado autorizadas por la CNMV conforme a dicho Reglamento.

Estas entidades son las responsables de la inscripción y registro de los valores representados en TRD dentro de un sistema de registro único, de un solo escalón, a diferencia del sistema tradicional de doble escalón empleado en las anotaciones en cuenta, gestionado sobre una red o infraestructura TRD. En concreto la ERIR deberá:

- Garantizar la integridad e inmutabilidad de las emisiones.
- Identificar de forma directa e indirecta a los titulares de los derechos sobre los valores negociables y determinar la naturaleza, características y número de esos valores.
- Dar acceso a los titulares de los instrumentos financieros a la información correspondiente a esos instrumentos y a las operaciones realizadas sobre ellos.
- Gestionar la identificación de los titulares de los derechos derivados de los valores negociables.
- Tramitar los distintos eventos corporativos, inscripciones o gravámenes que afecten a la emisión.

Según la LMVSI, esta entidad responderá frente a quienes resulten perjudicados por la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por las inexactitudes y retrasos en ellas y, en general, por el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales. El resarcimiento de los daños causados, cuando sea posible, habrá de hacerse efectivo en especie.

Al tratarse de una figura propia del ordenamiento jurídico español, la ERIR introduce particularidades que diferencian nuestro marco del de otros Estados miembros. Esta singularidad implica que las condiciones para emitir instrumentos financieros basados en TRD en España difieran de las vigentes en países vecinos, generando en la práctica ciertas desigualdades para los emisores. Aquellos que optan por establecer su emisión bajo la supervisión española deben asumir obligaciones adicionales en comparación con otros entornos europeos, donde los requisitos resultan más flexibles o menos definidos. Algunos países, como Italia, Francia o Alemania, han desarrollado figuras similares para garantizar la adecuada llevanza del registro de estas emisiones, sin embargo, no todos los Estados miembros han seguido ese camino. El resultado es un escenario regulatorio fragmentado, que aún pone a prueba la prometida armonización europea en materia de activos digitales.

06 Conclusiones y recomendaciones

El Reglamento MiCA representa un avance sin duda importante en la construcción de un marco regulatorio para los criptoactivos en la Unión Europea. Sin embargo, la experiencia de los primeros meses de aplicación evidencia que la armonización formal no siempre se traduce en una aplicación uniforme ni en una experiencia regulatoria homogénea para los operadores de forma que el mercado único de criptoactivos pueda divergir en distintos enfoques. Y con él el de los servicios de pagos ligados a EMT y otras formas de dinero tokenizado.

Por otra parte, en el ámbito del Régimen Piloto donde existe un proceso formal que se sigue con la ESMA para la obtención de su dictamen, la experiencia es que la armonización es mayor, pero el proceso está siendo en exceso largo y costoso.

Podemos así formular las siguientes conclusiones y recomendaciones:

(i) **Recomendaciones y medidas urgentes**

1. Promover la armonización y agilizar el proceso de Q&A de ESMA y EBA

El reglamento, aunque es el instrumento jurídico idóneo para garantizar la armonización, no es por sí solo suficiente.

El carácter directamente aplicable de MiCA debería, en teoría, eliminar las diferencias entre los Estados miembros. Sin embargo, en la práctica, la interpretación y ejecución de las normas depende de las autoridades nacionales competentes. Estas diferencias se traducen en distintos criterios sobre plazos, requisitos de gobernanza, régimen de agentes o subcustodia.

Los Q&A y las guías de la ESMA y la EBA son un paso necesario, pero aún insuficiente para garantizar convergencia, dado que las lecturas nacionales todavía corren el riesgo de ser dispares, con impacto directo en la planificación de los proyectos y en la competitividad de las entidades europeas.

La interpretación práctica de MiCA se define en los detalles: la gestión de los Q&A.

Los documentos de preguntas y respuestas (Q&A) constituyen, en la práctica, el nivel interpretativo más influyente para los supervisores y las entidades. No obstante, el proceso actual carece de transparencia y participación de la industria. Resulta esencial establecer un mecanismo claro, abierto y periódico de publicación de Q&A, con consultas públicas o al menos con interlocución estructurada con las asociaciones del sector, para asegurar que las respuestas reflejen la realidad operativa de los participantes de mercado y contribuyan a una aplicación coherente en toda la UE.

2. Agilizar procesos de autorización del Régimen Piloto

El Régimen Piloto debe agilizar sus procesos de autorización y ampliarse para que sea suficientemente atractivo

El desarrollo del marco del Régimen Piloto ha supuesto un hito fundamental en la integración de la TRD en los mercados financieros europeos, al dotar de seguridad jurídica la representación y negociación de instrumentos financieros nativamente digitales. No obstante, la experiencia acumulada durante los primeros años de aplicación del Régimen Piloto evidencia la necesidad de avanzar hacia una mayor agilidad y proporcionalidad en los procesos de autorización de las infraestructuras de mercado. La complejidad y duración de los procedimientos de autorización por parte de los supervisores nacionales y ESMA está ralentizando el desarrollo del nuevo entorno, especialmente en jurisdicciones, como la española, donde aún no se ha otorgado ninguna autorización, pese a la existencia de varios proyectos en fase muy avanzada.

Asimismo, resulta oportuno ampliar el ámbito de aplicación del Régimen Piloto para incluir nuevos tipos de instrumentos financieros, como las IIC reguladas por la Directiva AIFMD y las entidades de capital riesgo, tal y como ya valoran la Comisión Europea y la ESMA.

De igual modo, la revisión al alza de los umbrales máximos de negociación previstos en el Reglamento es esencial para que el régimen sea verdaderamente representativo del funcionamiento de los mercados y pueda atraer participantes institucionales.

La plena efectividad del Régimen Piloto exige abordar de forma coordinada la disponibilidad de dinero fiduciario tokenizado para la liquidación de operaciones. Mientras el CBDC no esté operativo, debe promoverse un marco claro que facilite el uso de e-money tokens (actualmente ya hay infraestructuras de mercado operando con este modelo) y dinero bancario tokenizado, garantizando que la liquidación pueda realizarse íntegramente en TRD. Solo así será posible aprovechar de manera integral las ventajas de la tecnología en términos de eficiencia, trazabilidad y reducción del riesgo operativo.

Por último, la ESMA debe tener en cuenta, si quiere establecer prácticas de autorización homogéneas la experiencia adquirida en los procesos de autorización bajo el Régimen Piloto que, como decíamos, los ha centralizado dicha autoridad, tienen que agilizarse ya sea dedicando más recursos o flexibilizando los procesos.

(ii) *Recomendaciones y medidas importantes*

1. Aumentar la convergencia supervisora a través de la coordinación reforzada en ESMA

La clave está en una mayor convergencia supervisora a través de la coordinación en el seno de la ESMA.

Dado que las competencias siguen siendo nacionales, la única vía realista para reducir las divergencias es reforzar los mecanismos de coordinación entre supervisores. El actual grupo de criptoactivos de la ESMA, que se reúne mensualmente, constituye un foro útil. Sería recomendable que evolucionara hacia un formato permanente o semipermanente, con un equipo horizontal dedicado exclusivamente a la supervisión de MiCA, capaz de emitir criterios comunes, compartir buenas prácticas y resolver en tiempo real los casos interpretativos que afectan a múltiples jurisdicciones, favoreciendo así la profundidad técnica.

El objetivo debe ser consolidar una supervisión europea verdaderamente uniforme, capaz de equilibrar innovación y seguridad jurídica. Una interpretación y supervisión armonizada de MiCA no es solo una cuestión técnica, sino que es la base para que Europa pueda consolidar su liderazgo y coherencia en un sector que, por definición, no entiende de fronteras.

2. Traspaso de competencias supervisoras a ESMA

Debe valorarse la centralización de la supervisión en la propia ESMA, por lo menos, de los CASP significativos.

Si no se logra una convergencia efectiva mediante la cooperación, la única forma de garantizar una verdadera igualdad de condiciones es atribuir la supervisión directa de los CASP a la ESMA, especialmente para aquellos proveedores con un modelo de negocio digital y transfronterizo que carecen de infraestructura física significativa en un Estado miembro concreto. Este enfoque sería coherente con la lógica de mercado único y con precedentes recientes, como la supervisión centralizada de las agencias de rating o los registros de titulaciones.

Si se avanza en el traspaso de competencias a la ESMA deben de tomarse en consideración las lecciones aprendidas en el Régimen Piloto.

En los expedientes del Régimen Piloto es cierto que no han sido objeto de críticas debido a la falta de homogeneidad dado que en este caso la coordinación entre las Autoridades Nacionales y la ESMA ha sido plena dado que la propia ESMA revisa también los expedientes, emite su dictamen previa consulta a los Estados miembro. Sin embargo, la lentitud de estos procesos ha impedido la finalidad que el propio Régimen Piloto perseguía: la de probar con agilidad nuevas infraestructuras de mercado. De trasladarse las competencias a la ESMA este organismo debería dotarse de los medios y procesos necesarios para garantizar la agilidad tan esencial en el ámbito de los criptoactivos.

Una posible arquitectura para considerar sería una parecida a la del Mecanismo Único de Supervisión en el ámbito bancario donde los supervisores nacionales hacen de ventanilla de entrada y ofrecen la cercanía necesaria a los actores locales. Por lo menos en caso de proveedores que actúan en solo una jurisdicción o en un número reducido de ellas.

(iii) *Recomendaciones y medidas necesarias*

1. Armonizar procesos de licencia en marcos conexos como PSD 2 y MiCA

Es necesario armonizar también los procesos de licencia y supervisión vinculados a otros marcos normativos conexos, como PSD 2.

Muchos proveedores de servicios de criptoactivos operan o aspiran a operar también servicios de pago o de dinero electrónico. Si los procesos de autorización y supervisión bajo PSD 2 y MiCA difieren sustancialmente entre países, se reproducirán las divergencias que el reglamento MiCA pretende evitar. En este sentido es importante seguir la opinión de la EBA en esta fase de consolidación de los criterios de supervisión.

2. Ampliar el perímetro del Régimen Piloto

El Régimen Piloto ha demostrado ser un avance decisivo en la integración de la tecnología de registro distribuido en los mercados financieros europeos. Sin embargo, su alcance actual resulta demasiado limitado para atraer de forma sostenida a participantes institucionales y para reflejar la realidad de los mercados regulados.

Por ello, es necesario ampliar su perímetro para incluir todos los instrumentos financieros definidos en MiFID II, tanto complejos como no complejos. Esta ampliación permitiría que el régimen dejara de estar restringido a un subconjunto reducido de activos y pasara a representar de manera más fiel el funcionamiento completo de los mercados, facilitando la innovación en un espectro más amplio de servicios e infraestructuras.

De igual modo, resulta imprescindible revisar al alza los límites máximos de emisión y negociación actualmente previstos en el Régimen Piloto, ya que estos umbrales se han quedado por debajo del volumen habitual de las operaciones institucionales. Elevar estos límites reforzaría la viabilidad económica de los proyectos, incrementaría la profundidad del mercado dentro del Régimen Piloto y permitiría la participación efectiva de entidades de mayor tamaño, cuyas operaciones no encajan en los márgenes actuales.

NOTA DEL EDITOR:

Posteriormente al cierre de la edición de este documento, el 4 de diciembre de 2025, la Comisión Europea publicó su propuesta de "Market Integration Package" donde se recogen algunas de las recomendaciones, como la consolidación en ESMA de la autorización y supervisión de los CASP. Seguiremos atentamente el proceso de negociación de dicha propuesta y contribuiremos desde AEFI en el desarrollo de un marco regulatorio mas simple y homogéneo.

PAPER DE ACTIVOS DIGITALES
REGLAMENTO MICA
RETOS TRAS LOS PRIMEROS MESES DE APLICACIÓN



Diciembre de 2025, Madrid, España
www.asociacionfintech.es