



**BANCO CENTRAL  
DEL PARAGUAY**  
Superintendencia de Valores

---

## **INFORME TÉCNICO SIV N° 001/2026**

---

Asunción, 17 de febrero de 2026

**Señor**  
**CARLOS CARVALLO SPALDING, Presidente**  
**Banco Central del Paraguay**  
**Presente**

**Referencia:** Consulta DNIT sobre calificación de criptoactivos conforme Ley 7572/2025.

---

### **1. ANTECEDENTES**

Mediante Nota N.° 87 de fecha 26.11.2026, el Director Nacional de la Dirección Nacional de Ingresos Tributarios (DNIT), Lic. Óscar Alcides Orué Ortiz, solicita el parecer técnico de esta Superintendencia de Valores en relación con la naturaleza jurídica de los criptoactivos, particularmente en lo concerniente a su eventual calificación como títulos de valor, conforme a lo dispuesto en el artículo 73 de la Ley N.° 7572/2025 "Del Mercado de Valores y Productos".

La consulta se formula en atención a la competencia técnica atribuida a esta Superintendencia como órgano dependiente del Banco Central del Paraguay, conforme al artículo 285 de la Constitución de la República y el artículo 4 de la Ley N.° 489/1995 "Orgánica del Banco Central del Paraguay".

### **2. OBJETO DEL INFORME**

El presente informe tiene por objeto analizar, desde una perspectiva técnica y con referencia a estándares y prácticas internacionales, los criterios utilizados por diversas jurisdicciones para determinar cuándo un criptoactivo puede ser considerado un título de valor (o "security"), a fin de proporcionar elementos de juicio para la evaluación que corresponda realizar conforme al marco jurídico nacional vigente.

### **3. MARCO CONCEPTUAL INTERNACIONAL**

#### **3.1 El Test de Howey (Estados Unidos)**

El criterio más influyente a nivel global para determinar si un instrumento constituye un "valor" o "security" es el denominado "Test de Howey", establecido por la Corte Suprema de los Estados Unidos en el caso *SEC v. W.J. Howey Co.* (1946). Este test ha sido aplicado consistentemente



**BANCO CENTRAL  
DEL PARAGUAY**

**Superintendencia de Valores**

por la Securities and Exchange Commission (SEC) para evaluar criptoactivos.

Conforme a este test, un instrumento califica como "contrato de inversión" (y por tanto como valor) cuando concurren los siguientes cuatro elementos:

1. **Inversión de dinero:** Existe una aportación de capital o valor por parte del inversionista.
2. **Empresa común:** Los fondos de los inversionistas se agrupan en un emprendimiento conjunto.
3. **Expectativa de ganancias:** El inversionista tiene una expectativa razonable de obtener rendimientos o beneficios económicos.
4. **Esfuerzos de terceros:** Las ganancias esperadas derivan principalmente de los esfuerzos gerenciales o empresariales de terceros.

En noviembre de 2025, el Presidente de la SEC, Paul Atkins, anunció el "Project Crypto" que busca establecer una taxonomía de tokens basada en el análisis Howey, reconociendo que los contratos de inversión pueden "llegar a su fin" cuando el emisor cumple sus promesas o estas terminan de otra manera. Esto representa un enfoque más matizado que reconoce que no todos los criptoactivos son valores, pero que aquellos que prometen rendimientos derivados del esfuerzo de un equipo centralizado típicamente lo son.

### **3.2 Reglamento MiCA (Unión Europea)**

La Unión Europea implementó el Reglamento de Mercados de Criptoactivos (MiCA), plenamente vigente desde el 30.12.2024. MiCA representa el primer marco regulatorio integral para criptoactivos a nivel de una unión de estados, estableciendo un sistema de clasificación que distingue entre:

- **Tokens de utilidad:** Proporcionan acceso a bienes o servicios.
- **Tokens referenciados a activos (ARTs):** Su valor está vinculado a otros activos o combinaciones de activos.
- **Tokens de dinero electrónico (EMTs):** Referenciados a una moneda fiduciaria única.

Crucialmente, MiCA excluye explícitamente de su ámbito los criptoactivos que ya califican como instrumentos financieros bajo la legislación existente (MiFID II). Esto significa que cuando un token constituye un valor transferible, queda sujeto a la regulación de valores tradicional, no a MiCA. A octubre de 2025, se habían emitido más de 40 licencias de Proveedores de Servicios de Criptoactivos (CASPs) en la UE, y las multas por incumplimiento superaron los 540 millones de euros.

### **3.3 Recomendaciones de IOSCO**

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), de la cual Paraguay es miembro a través del BCP, publicó en noviembre de 2023 sus "Recomendaciones de Políticas para Mercados de Criptoactivos y Activos Digitales" (CDA Recommendations). En octubre de



**BANCO CENTRAL  
DEL PARAGUAY**

**Superintendencia de Valores**

2025, IOSCO publicó su revisión temática sobre la implementación de estas recomendaciones en 20 jurisdicciones.

El principio fundamental de IOSCO es: "mismas actividades, mismos riesgos, mismos resultados regulatorios". Las recomendaciones clave incluyen:

- **Recomendación 1:** Los estándares de IOSCO aplican a todos los criptoactivos cuando sus características y uso los hacen funcionalmente equivalentes a valores.
- **Enfoque basado en resultados:** Los reguladores deben evaluar la sustancia económica sobre la forma jurídica.
- **Protección al inversionista:** Énfasis en transparencia, gestión de conflictos de interés, y custodia segura de activos.

## **4. EXPERIENCIA COMPARADA EN LATINOAMÉRICA**

### **4.1 Brasil**

Brasil aprobó la Ley 14.478 de 2022 (Ley de Activos Virtuales), que establece un marco integral con reglas de autorización, auditoría y protección al consumidor. Mediante Decreto N.º 11.563 de junio de 2023, se designó al Banco Central de Brasil como autoridad responsable de regular y supervisar a los Proveedores de Servicios de Criptoactivos (CASPs), mientras que la Comissão de Valores Mobiliários (CVM) mantiene competencia cuando el criptoactivo califique como valor mobiliario. Esta división de competencias refleja el reconocimiento de que algunos criptoactivos pueden constituir valores y otros no.

### **4.2 Argentina**

Argentina aprobó la Ley 27.739 en marzo de 2024, que establece un Registro de Proveedores de Servicios de Activos Virtuales (PSAV) con obligaciones estrictas de reportería, verificación y prevención de lavado de activos. Si bien no existe aún una ley unificada de criptoactivos, el marco actual permite a la Comisión Nacional de Valores evaluar caso por caso si un criptoactivo específico constituye un valor negociable conforme a la legislación de mercado de capitales.

### **4.3 Chile**

Chile promulgó la Ley Fintech N.º 21.521 en 2023, que regula las plataformas que operan con activos digitales, estableciendo mecanismos de gestión de riesgo y gobernanza corporativa. La Comisión para el Mercado Financiero (CMF) tiene competencia para determinar cuándo un criptoactivo tiene características de instrumento financiero regulado.

### **4.4 México**

México cuenta con la Ley Fintech desde 2018, que reconoce formalmente los activos virtuales y exige controles robustos de prevención de lavado. La Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) ha establecido que los activos virtuales no constituyen moneda de curso legal ni valores



**BANCO CENTRAL  
DEL PARAGUAY**

**Superintendencia de Valores**

per se, pero que las ofertas de tokens que impliquen expectativa de rendimiento pueden estar sujetas a la regulación de valores.

## 5. ANÁLISIS TÉCNICO APLICADO

Del análisis comparado surge que la tendencia internacional dominante para determinar si un criptoactivo constituye un título de valor se basa en un enfoque funcional y sustantivo, no meramente formal. Los criterios convergentes incluyen:

Criterio	Indicadores de Calificación como Valor
<b>Promesa de rendimiento</b>	El emisor o promotor comunica expectativas de ganancias, rendimientos, dividendos o apreciación de valor.
<b>Asimetría de información</b>	Existe disparidad significativa entre el conocimiento del emisor/promotor y el del inversionista sobre el proyecto.
<b>Dependencia de esfuerzos de terceros</b>	El valor o rendimiento del instrumento depende de las acciones gerenciales de un equipo o entidad centralizada.
<b>Fungibilidad y negociabilidad</b>	El instrumento es intercambiable y se comercializa en mercados secundarios.
<b>Finalidad de inversión</b>	Los adquirentes lo obtienen principalmente con fines de inversión, no de uso o consumo.

Por contraste, **típicamente no califican como valores:**

- Criptomonedas descentralizadas como Bitcoin, que carecen de empresa común y esfuerzos gerenciales centralizados.
- Tokens de utilidad genuinos que otorgan acceso a bienes o servicios específicos sin expectativa de rendimiento.
- Stablecoins diseñadas exclusivamente para facilitar pagos, sin promesa de apreciación.

## 6. CONSIDERACIONES FINALES

La Ley N.° 7572/2025 otorga a esta Superintendencia competencia para regular y supervisar el mercado de valores y productos, conforme a las definiciones establecidas en su artículo 73. La determinación de si un criptoactivo específico califica como título de valor requiere un análisis caso por caso de sus características sustantivas, no meramente de su denominación técnica.

Dada la reciente entrada en vigencia de la Ley 7572/2025 (noviembre 2025) y la complejidad técnica del ecosistema de criptoactivos, esta Superintendencia se encuentra en proceso de desarrollar lineamientos específicos que permitan una evaluación sistemática de estos instrumentos. Este proceso, que se tiene previsto iniciar a finales del 2026, incluirá:



**BANCO CENTRAL  
DEL PARAGUAY**

**Superintendencia de Valores**

1. Análisis detallado de la compatibilidad del marco legal nacional con los estándares internacionales (IOSCO, MiCA).
2. Evaluación de las características específicas del mercado paraguayo de criptoactivos.
3. Coordinación con otras autoridades competentes, incluyendo la DNIT, SEPRELAD y el propio BCP.

## **7. FUENTES CONSULTADAS**

**Fuentes internacionales:**

1. SEC (2025) - "The SEC's Approach to Digital Assets: Inside Project Crypto": <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/atkins-111225-secs-approach-digital-assets-inside-project-crypto>
2. SEC (2019) - "Framework for Investment Contract Analysis of Digital Assets": <https://www.sec.gov/files/dlt-framework.pdf>
3. IOSCO (2023) - "Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets" Final Report: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD747.pdf>
4. IOSCO (2025) - "Thematic Review Assessing Implementation of CDA Recommendations": <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD801.pdf>
5. ESMA - Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA): <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation/markets-crypto-assets-regulation-mica>
6. Corte Suprema de EE.UU. - SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946): <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>

**Legislación latinoamericana:**

1. Brasil - Ley 14.478/2022 (Ley de Activos Virtuales) - Portal Planalto: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2022/lei/114478.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/lei/114478.htm)
2. Argentina - Ley 27.739/2024 (Registro de PSAV) - Boletín Oficial: <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/304764/20240315>
3. Chile - Ley 21.521/2023 (Ley Fintech) - Biblioteca del Congreso Nacional: <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=1187323>
4. México - Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera (2018) - DOF: [https://www.dof.gob.mx/nota\\_detalle.php?codigo=5515623&fecha=09/03/2018](https://www.dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5515623&fecha=09/03/2018)

**RODRIGO  
SEBASTIAN  
RUIZ MOREL**

Firmado digitalmente  
por RODRIGO  
SEBASTIAN RUIZ  
MOREL  
Fecha: 2026.02.17  
15:24:43 -03'00'

**SUPERINTENDENTE DE VALORES**