

## **STABLECOINS Y APLICACIÓN DE LOS PRINCIPIOS PARA LAS INFRAESTRUCTURAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS\***

***M<sup>a</sup> Nieves Pacheco Jiménez\*\****  
*Profesora Titular de Derecho Civil*  
*Centro de Estudios de Consumo*  
*Universidad de Castilla-La Mancha*

*Fecha de publicación: 17 de octubre de 2022*

### **1. Consideraciones iniciales**

En pleno verano, el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI) del Banco de Pagos Internacionales (BIS) publicaba una guía para las criptomonedas estables (*stablecoins*) de los estándares internacionales para mercados financieros, centrándose en las funcionalidades de estas criptodivisas como medios de pago. Así pues, la meritada guía determina la aplicación de los Principios para las Infraestructuras de Mercados Financieros (PFMI)<sup>1</sup> para los sistemas de pago, compensación y liquidación a los acuerdos de importancia sistémica que transfieren *stablecoins* (entendidas como aquellos activos que se referencian a una divisa fiduciaria tradicional reconocida para reducir su volatilidad). Y ello porque reseña que la función de transferencia de una *stablecoin* es comparable a la función de transferencia realizada para otros tipos de infraestructuras del mercado financiero convencional; en otras palabras, “mismo riesgo, misma regulación”.

---

\* Trabajo realizado en el marco del Proyecto de Investigación PID2021-128913NBI00, del Ministerio de Ciencia e Innovación y la Agencia Estatal de Investigación (AEI) cofinanciado por el Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER) titulado “Protección de consumidores y riesgo de exclusión social: seguimiento y avances”, dirigido por Ángel Carrasco Perera y Encarna Cordero Lobato y a la ayuda para la realización de proyectos de investigación científica y transferencia de tecnología, de la Junta de Comunidades de Castilla-La Mancha cofinanciadas por el Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER) para el Proyecto titulado “Protección de consumidores y riesgo de exclusión social en Castilla-La Mancha” (PCRECLM) con Ref.: SBPLY/19/180501/000333 dirigido por Ángel Carrasco Perera y Ana Isabel Mendoza Losana.

\*\* ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-9062-2342>

<sup>1</sup> Las PFMI se crearon en respuesta a la crisis financiera de 2008 y se publicaron en 2012.



Por tanto, la guía no crea estándares adicionales para las *stablecoins* más allá de los establecidos para los PFMI, sino que tiene como propósito proporcionar una mayor claridad sobre cómo las *stablecoins* de importancia sistémica deben abordar la observancia de ciertos aspectos del PFMI.

La propia guía, en su Introducción, contextualiza el momento indicando que el escenario de los pagos está evolucionando rápidamente, e incide en que “el crecimiento generalizado de la innovación financiera ha reducido las barreras para que los nuevos actores ofrezcan servicios de pago”. Entre esos nuevos actores se encuentran los operadores de acuerdos de *stablecoins*, debiendo la comunidad reguladora internacional comprender mejor su funcionamiento y los riesgos potenciales que pueden representar en el sistema financiero.

## 2. Las *stablecoins*

Para entender este panorama es preciso delimitar el concepto de *stablecoin* y su virtualidad como medio de pago.

Las *stablecoins* son activos digitales respaldados por otras divisas con el objetivo de mantener estable su valor. Se trata, pues, de un criptoactivo, fundamentado en dos componentes estructurales, a saber, el uso de criptografía y de la tecnología DLT (*Distributed Ledger Technology*); pudiendo utilizarse como medio de intercambio y/o con fines de inversión y para acceder a un bien o servicio<sup>2</sup>, configurándose como una alternativa a la moneda de curso legal emitida por los Estados, pero sin soporte físico.

La criptomoneda más conocida es el bitcoin, basada en la tecnología *Blockchain*<sup>3</sup>, cuyos detractores arguyen, entre otros problemas, su uso especulativo, la posible financiación de actividades ilícitas y el impacto sobre la estabilidad de los precios y financiera.<sup>4</sup>

Sin embargo, las *stablecoins* se diferencian de las criptomonedas de libre flotación (v. gr. bitcoin) en que el emisor de las primeras intenta estabilizar su valor vinculando su precio a otro activo (v. gr., dólar, euro...)<sup>5</sup>. Así las cosas, las *stablecoins* se utilizan como medio de pago, depósito de valor o utilidad; es más, a menudo se emplean como puente entre las criptomonedas volátiles y las monedas fiduciarias, convirtiendo aquellas en una *stablecoin* y después en una moneda fiduciaria<sup>6</sup>. Su mayor ventaja derivaría de dicha estabilización ya que su capacidad de mantener una cotización estable conllevaría la

---

<sup>2</sup> Según la Autoridad Bancaria Europea (ABE).

<sup>3</sup> Para un estudio detallado del protocolo *Blockchain*, vid. PACHECO JIMÉNEZ, M<sup>a</sup> N.: “De la digitalización de los pagos a los *tokens* del metaverso”, *La Ley Mercantil*, núm. 91, 2022.

<sup>4</sup> PACHECO JIMÉNEZ, M<sup>a</sup> N., *op. cit.*, p. 6.

<sup>5</sup> Vid. <https://www.mastercard.com/news/latin-america/es/perspectivas/blog-posts/blog-es/2021/stablecoins-preguntas-frecuentes-sobre-estos-activos-digitales/>

<sup>6</sup> *Ibidem*.



ampliación de su alcance y poder ser adoptadas como medio de pago en lugar de como mera reserva de valor.

Lo cierto es que las *stablecoins* llevan circulando casi una década, pero su demanda se ha disparado en los últimos años. El volumen de transacciones de estos activos se multiplicó diez veces más entre enero de 2020 y enero de 2021, hasta llegar a los 308.5 mil millones de dólares, y creciendo el número de transacciones diarias un 500% desde el 2020, según un informe de *The Block Research*.<sup>7</sup> Este crecimiento se vincula necesariamente con el cambio de paradigma tras la pandemia del COVID-19, que ha modificado las rutinas de los consumidores, produciéndose un uso más generalizado de los pagos electrónicos. Sin lugar a duda, la innovación tecnológica es indispensable en la transformación del sector; prueba de ellos son los pagos biométricos<sup>8</sup> y los sistemas de encriptado, que aportan seguridad a las transacciones<sup>9</sup>.

Este escenario actual supone el caldo de cultivo perfecto para una apuesta definitiva por la emisión de moneda digital de Banco Central (*central bank digital currency -CBDC-*). Las *stablecoins* mitigarían la elevada volatilidad del precio de los criptoactivos, diferenciando entre<sup>10</sup>: A) *Stablecoins* colateralizadas: El mecanismo aglutinaría a la gran mayoría de monedas, basándose en el mantenimiento de una reserva de fondos o de activos que amparen las *stablecoins* en circulación. B) *Stablecoins* no colateralizadas: La *blockchain* o cadena de bloques regularía mediante algoritmos y *smart contracts* la oferta y la demanda de *stablecoins*.

Como ya sucede en el sector de los activos digitales en general, la regulación de las *stablecoins* está muy fragmentada. De ahí que, atendiendo a su diseño y su función, aquellas pueden tener prohibido su uso para determinadas funciones tales como pagos (caso de Turquía) o por parte de los Bancos (supuestos de India, China, Indonesia)<sup>11</sup>.

### 3. Regulación para su implementación

En septiembre de 2020 la Comisión Europea presentó el *Digital Finance Package* (DFP) para impulsar al sector financiero europeo hacia las nuevas soluciones tecnológicas. Se contemplan en él varias medidas articuladas en dos estrategias y cuatro propuestas

---

<sup>7</sup> *Ibidem*.

Destaca el caso de Tether, cuyo valor global pasó de 4.000 millones de dólares a principios de 2020 a los 68.000 millones de dólares en 2021. También es reseñable el caso de USD Coin, que se situaba en 2021 en los 33.000 millones de dólares. (Vid. <https://www.funcas.es/odf/la-capitalizacion-de-las-global-stablecoins/>)

<sup>8</sup> Basados en la identificación mediante huella dactilar, escaneo de iris o reconocimiento facial o de voz. La DSP2 ha puesto de manifiesto que el reconocimiento biométrico puede convertirse en uno de los métodos más fiables de autenticación de usuarios.

<sup>9</sup> PACHECO JIMÉNEZ, M<sup>a</sup> N., *op. cit.*, p. 6.

<sup>10</sup> Vid. <https://vikay.es/cbdc-y-stablecoins-seran-el-futuro-de-los-medios-de-pago/>

<sup>11</sup> Vid. <https://www.mastercard.com/news/latin-america/es/perspectivas/blog-posts/blog-es/2021/stablecoins-preguntas-frecuentes-sobre-estos-activos-digitales/>



legislativas, centradas en cuatro prioridades: acabar con la fragmentación; adaptar el marco regulatorio europeo para favorecer la innovación y la digitalización; promover las finanzas orientadas a los datos; mitigar los riesgos relativos a la transformación digital a la vez que ampliar las capacidades de resiliencia del sistema financiero<sup>12</sup>. Las cuatro propuestas legislativas son: el Reglamento del mercado de criptoactivos (MiCA); el Reglamento de régimen piloto para las infraestructuras de mercado (*pilot regime*); el Reglamento sobre la resiliencia operativa digital (DORA, de *Operational Resilience Act*); y la Directiva para ajustar otras Directivas vigentes (la denominada directiva de modificación).

Concretamente, la Propuesta MiCA (*Markets in Crypto-assets*)<sup>13</sup> supone una regulación armonizada a nivel europeo dando cobertura legal al comercio de los criptoactivos y a las oportunidades que presenta<sup>14</sup>. Su objetivo es explotar y apoyar las finanzas digitales en términos de innovación y competencia, para cuya implementación es preciso crear un marco normativo que respalde la innovación y aproveche el potencial de los criptoactivos. Recientemente, el Consejo de la UE y el Parlamento Europeo han alcanzado un acuerdo provisional sobre la propuesta de un marco regulatorio sobre los mercados de criptoactivos<sup>15</sup>. Su finalidad no es otra que proteger a los inversores y preservar la estabilidad financiera, a la vez que se permite la innovación y se promueve el atractivo del sector de los criptoactivos, siempre atendiendo a parámetros de seguridad adecuados. Así, entre otros objetivos, pretende regular la actividad de los emisores de criptoactivos y las plataformas de intercambios de monedas, y prevé un tratamiento especial para las monedas digitales estables (*stablecoins*)<sup>16</sup>. Sin embargo, la propia Propuesta MiCA, quizás demasiado cautelosa, limitaría el volumen de los pagos con *stablecoins* a 200 millones de dólares al día, lo que para muchos expertos supone un tope demasiado bajo, obstaculizando las posibilidades que estos activos pueden ofrecer<sup>17</sup>.

---

<sup>12</sup> PACHECO JIMÉNEZ, M<sup>a</sup> N., *op. cit.*, p. 11.

<sup>13</sup> Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0593>

Es destacable que, a la fecha de cierre de este trabajo, los representantes de los gobiernos que conforman la Unión Europea han aprobado el texto definitivo de la Ley MiCA, debiendo ahora ser aprobada por la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento, previa revisión del Consejo de la UE, con perspectiva de que ello suceda para inicios del año 2023.

(Vid. <https://www.criptonoticias.com/regulacion/europa-aprueba-bases-ley-mica-regulacion-bitcoin-criptomonedas/>)

<sup>14</sup> NOVELLA GONZÁLEZ DEL CASTILLO, E., “El futuro Reglamento Europeo para un Mercado de Criptoactivos (Propuesta MiCA)”, en BARRIO ANDRÉS, M. (Dir.) *et al*, *Criptoactivos. Retos y desafíos normativos*, La Ley Wolters Kluwer, 2021, p. 119.

<sup>15</sup> Digital finance: agreement reached on European crypto-assets regulation (MiCA). Consejo de Europa. 30 junio 2022 (Vid. <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/06/30/digital-finance-agreement-reached-on-european-crypto-assets-regulation-mica/>)

<sup>16</sup> Vid. [https://www.funcas.es/odf/mica-la-regulacion-europea-sobre-criptoactivos-y-stablecoins/#\\_ftn1](https://www.funcas.es/odf/mica-la-regulacion-europea-sobre-criptoactivos-y-stablecoins/#_ftn1)

<sup>17</sup> Vid. <https://es.cointelegraph.com/news/mica-is-already-stifling-stablecoin-adoption-in-the-eu>



Para que las *stablecoins* sean reconocidas e implementadas como forma de pago en la UE, además de eliminar el referenciado límite, es preciso favorecer disposiciones como la guía adoptada por el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado del Banco de Pagos Internacionales. Esta guía incluye y desarrolla aspectos relativos a la gobernanza, al marco para la gestión integral de riesgos y las liquidaciones, y proporciona orientación para determinar qué actividades son “sistémicamente importantes”<sup>18</sup>.

En el ámbito de la gobernanza, las directrices exigen que las entidades garanticen que la estructura de propiedad y de operación de las *stablecoins* permitan “líneas claras y directas de responsabilidad y rendición de cuentas”. Así pues, las divisas deben ser propiedad y estar operada por una o más entidades legales identificables y responsables, que en última instancia están controladas por personas físicas.

Por su parte, la regulación exige que haya información adecuada de los eventuales riesgos y que se determine la respuesta en el caso de insolvencia por parte del emisor, de su administrador de reservas o de los custodios de los activos de reserva. Los emisores también deberán aportar información sobre su solvencia, su capitalización, el acceso a la liquidez y la fiabilidad operativa. En este sentido, deberán detallar la existencia de controles que puedan reducir los riesgos de liquidez o insolvencia como garantías que respaldan líneas de crédito comprometidas, garantías de terceros y procedimientos para asignar pérdidas. Además, se requiere claridad, solidez y puntualidad sobre el proceso para convertir la moneda estable en otros activos líquidos.

En lo que concierne a las actividades “sistémicamente importantes”, ha de señalarse que una *stablecoin* sistémicamente importante debe:

- Permitir líneas claras y directas de responsabilidad y rendición de cuentas.
- Revisar periódicamente los riesgos importantes que la función de FMI conlleva.
- Desarrollar marcos y herramientas de gestión de riesgos apropiados para abordar dichos riesgos.
- Definir claramente el punto en el que una transferencia de una moneda estable a través del método operativo utilizado se vuelve irrevocable e incondicional.
- Garantizar que exista una base legal clara que reconozca y respalde la finalidad de una transferencia.

---

<sup>18</sup> Guía disponible en: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD707.pdf>



- Tener mecanismo(s) robusto(s) para prevenir cualquier desalineación entre el estado del libro mayor y la finalidad legal, y asegurar que la finalidad legal de una transferencia, una vez que ha ocurrido, se mantenga independientemente de los estados contrapuestos del libro mayor.
- Determinar si los riesgos crediticios y de liquidez de la moneda estable que utiliza para la liquidación de dinero se minimizan y controlan estrictamente y si la moneda estable es una alternativa aceptable al uso del dinero del Banco Central.

#### 4. Consideraciones finales

Podría decirse que las *stablecoins* presentan, a pesar de no tener soporte físico, su peculiar doble cara de la moneda, contando con ventajas y un mundo de posibilidades, sobre todo en un cada vez más desarrollado ecosistema digital, pero también con inconvenientes vinculados a sus riesgos.

Entre las ventajas pueden reseñarse las siguientes: suponen una solución para mitigar los problemas vinculados a la circulación de efectivo; favorecen la inclusión financiera en países con carencias en el acceso a servicios bancarios; ofrecen a los inversores protección frente a la volatilidad sin necesidad de convertir sus posiciones a dinero fiduciario<sup>19</sup>. Como contrapunto se encuentran los eventuales riesgos, sobre todo al adquirir una naturaleza global, repercutiendo en la estabilidad financiera y en la transmisión de la política monetaria, a la vez que planteando posibles problemas de lavado de dinero o de financiación de actividades ilícitas; incluso algunos expertos alertan de un desafío a la soberanía monetaria<sup>20</sup>.

A todos estos problemas debe añadirse uno fundamental: la parca y fragmentada regulación de los activos digitales. Ello dificulta la innovación con plena seguridad jurídica. De ahí la importancia de los avances regulatorios, aunque lentos si se comparan con la velocidad de los progresos tecnológicos, en sede de la Unión Europea con la Propuesta MiCA (y su cada vez más cercana entrada en vigor) y con la guía sobre aplicación de los principios para las infraestructuras de los mercados financieros a los acuerdos de *stablecoins*.

---

<sup>19</sup> Vid. <https://vikay.es/cbdc-y-stablecoins-seran-el-futuro-de-los-medios-de-pago/>

<sup>20</sup> *Ibidem*.