

# STABLECOINS Y POLÍTICA REGULATORIA: ANÁLISIS COMPARADO DE LA REGULACIÓN EN ESTADOS UNIDOS, EL REINO UNIDO Y LA UNIÓN EUROPEA

Lucas García Calvo y Diego Hernández García

BANCO DE ESPAÑA

<https://doi.org/10.53479/43292>

Los autores pertenecen a la Dirección General de Estabilidad Financiera, Regulación y Resolución del Banco de España. Agradecen la contribución de Alejandro Casado, José Ramón Martínez Resano, Enric Martorell y Daniel Santabárbara, así como los comentarios recibidos de Pablo Pérez, José Alonso, José García Alcorta y un evaluador anónimo. Direcciones de correo electrónico para comentarios: [lucas\[dot\]garcia\[at\]bde\[dot\]es](mailto:lucas[dot]garcia[at]bde[dot]es) y [diego\[dot\]hernandez\[at\]bde\[dot\]es](mailto:diego[dot]hernandez[at]bde[dot]es).

Este artículo es responsabilidad exclusiva de los autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España o del Eurosistema.

### Resumen

La aprobación reciente de regulación específica en Estados Unidos, la entrada en vigor del marco europeo (MiCA) y la propuesta regulatoria británica han reabierto el debate sobre las implicaciones regulatorias en el ámbito de las *stablecoins*, que tienen que ver no solo con el funcionamiento del sistema financiero tradicional, sino también con aspectos como la soberanía monetaria, la competitividad o la protección de los consumidores. La regulación en Estados Unidos busca fomentar el uso global de *stablecoins* denominadas en dólares (USD); la regulación europea, por su parte, fortalecer el mercado en la Unión Europea elevando la protección, principalmente al consumidor; y el Reino Unido adopta un enfoque dual, siendo más exigente con los emisores que considera «sistémicos» y dejando más discrecionalidad a las *stablecoins* de menor volumen. Este artículo compara los tres modelos en aspectos clave como los derechos de reembolso, la composición de las reservas, los requerimientos prudenciales y la gestión de crisis, y muestra cómo sus diferencias reflejan distintas prioridades.

**Palabras clave:** criptoactivos, *stablecoins*, regulación prudencial, innovación financiera, *big tech*, requerimientos de capital, estabilidad financiera.

## 1 Introducción

Los criptoactivos pueden definirse como activos digitales privados, que dependen de la criptografía y las tecnologías de registro distribuido (DLT, por sus siglas en inglés) o similares [Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), 2022a]. El término «criptoactivo» engloba distintos tipos de instrumentos con características, usos y perfiles de riesgo diferenciados. Entre ellos se encuentran las *stablecoins*, que pueden definirse como criptoactivos que pretenden mantener su valor estable en relación con otro activo específico, o con un conjunto o cesta de activos (FSB, 2023).

Esta definición remite a un activo de referencia, generalmente monedas fiduciarias, al que el valor de la *stablecoin* se vincula. Para tratar de mantener estable su valor, se emplean dos posibles mecanismos: la utilización de algoritmos que controlan su suministro, mediante arbitraje entre la oferta y la demanda, o la constitución y mantenimiento de una reserva de activos. Este artículo se centra en el análisis de este segundo tipo de *stablecoins*. En la Unión Europea (UE), si el emisor es una entidad bancaria sujeta a requerimientos prudenciales, actúa como reserva de activos el propio balance de la entidad, que asume el compromiso de reembolsar los criptoactivos al valor de referencia.

Por el momento, la utilización de las *stablecoins* parece contenida y prácticamente circunscrita a su empleo como medio de cambio de otros criptoactivos en plataformas de intercambio

(FSB, 2025). Sin embargo, empieza a ser objeto de seguimiento su potencial uso como medio de pago en transacciones comerciales convencionales, especialmente en operaciones transfronterizas, donde sus características inherentes de seguridad, rapidez y costes reducidos pueden suponer una ventaja competitiva frente a los servicios de pago tradicionales (Adrian et al., 2025).

Las *stablecoins* representan actualmente en torno al 15 % de la capitalización total del mercado de criptoactivos<sup>1</sup>, superando los 300.000 millones de dólares estadounidenses (USD). Sin embargo, solo dos *stablecoins*, USDT (Tether) y USDC (Circle), ambas de origen estadounidense y referenciadas a USD, concentran alrededor del 90 % del volumen global, con una capitalización aproximada de 190.000 y 80.000 millones de USD, respectivamente. El resto no alcanzan individualmente el 2 % del volumen global y en su mayor parte están vinculadas al USD (véase gráfico 1.b). La principal *stablecoin* referenciada al euro, según capitalización, es EURC (emitida también por Circle), con un volumen cercano a 500 millones de USD.

A pesar de los mecanismos para garantizar su seguridad y estabilidad, las *stablecoins* carecen del respaldo de un banco central para mantener su valor y su aceptación como instrumento de pago de poder liberatorio ilimitado, por lo que, a diferencia de la moneda fiduciaria, no están exentas de riesgos, como la pérdida de la paridad con el activo de referencia. Asimismo, hay algunos aspectos clave de su funcionamiento que comprometen la protección al consumidor y que han dado lugar a desarrollos regulatorios, siempre con la premisa de no coartar la innovación.

En primer lugar, para asegurar la solidez de estos productos y dotar de cierta confianza a los potenciales titulares, se han desarrollado requerimientos sobre la composición de la reserva o las condiciones de reembolso, así como elementos para garantizar la solvencia de los emisores y de los proveedores de servicios (CASP, por sus siglas en inglés), o planes de contingencia ante una posible situación de insolvencia del emisor.

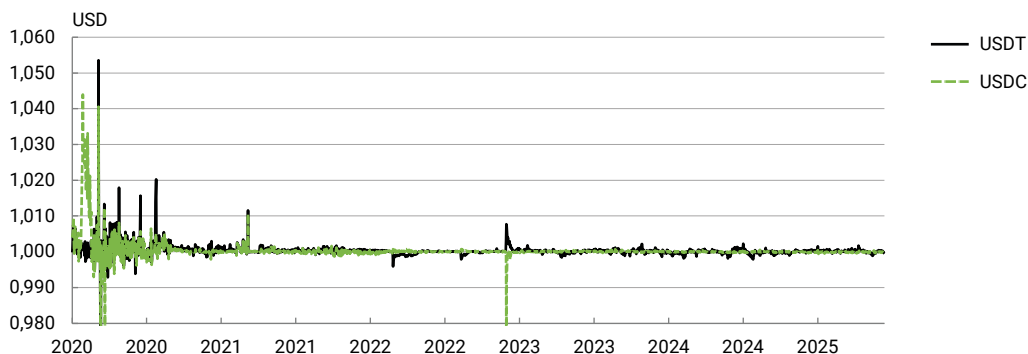
En segundo lugar, la posibilidad de que las *stablecoins* se conviertan en un medio de pago generalizado introduce aspectos que conviene regular, relacionados con la infraestructura que los soporta, con su transmisión o con la propia concepción legal del dinero. Por último, el carácter global de estos activos, su naturaleza financiera y sus evidentes interconexiones con el resto del sistema financiero introducen riesgos para la estabilidad financiera internacional. Para abordarlos, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) ha establecido un marco regulatorio global que aborda las características y riesgos que presentan las *stablecoins* (FSB, 2023), y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) ha desarrollado el tratamiento prudencial para las exposiciones bancarias a criptoactivos (BCBS, 2024).

---

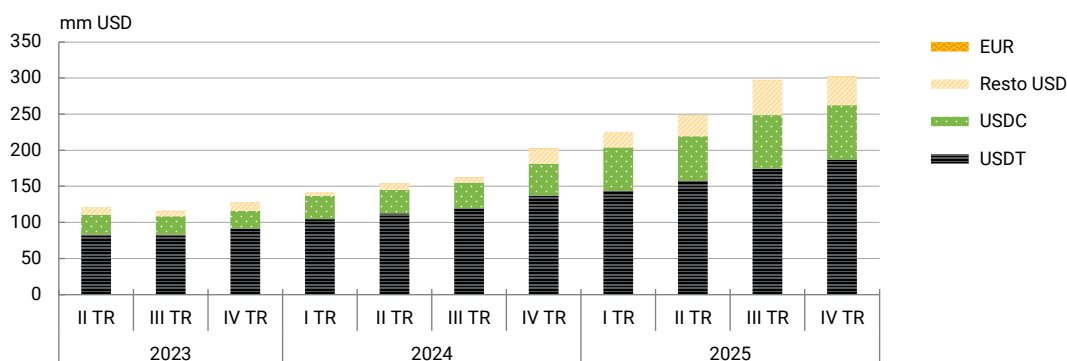
1 Durante el segundo semestre de 2025, la capitalización total del mercado de criptoactivos alcanzó su máximo histórico, al superar los 3,6 billones de dólares estadounidenses (USD) (octubre de 2025), aunque desde entonces su volumen se ha reducido hasta aproximadamente 2,2 billones de USD. El mercado sigue dominado por criptoactivos sin respaldo, como Bitcoin (58,6 %) y Ethereum (11 %). Datos obtenidos de [coinmarketcap.com](https://coinmarketcap.com).

**Stablecoins y evolución del mercado**

## 1.a Cotización de USDT y USDC (a)



## 1.b Stablecoins en USD y EUR. Tamaño de distintos agregados (b)



FUENTE: CoinMarketCap.

a USDT y USDC representan a Tether y a USD Coin, respectivamente.

b Resto USD representa *stablecoins* denominadas en USD distintas a USDT y a USDC. EUR representa el total de *stablecoins* denominadas en EUR.

Este artículo revisa los riesgos de las *stablecoins* y realiza una comparativa de las características principales de la respuesta regulatoria en la UE, Estados Unidos y el Reino Unido para dar respuesta a las directrices del FSB y el BCBS, destacando sus diferencias y similitudes.

## 2 Riesgos para la estabilidad financiera

Aunque hay documentadas algunas propuestas conceptuales ya en 2013, la publicación en 2019 del *white paper* de Libra (posteriormente denominada Diem), una *stablecoin* promovida por un consorcio internacional liderado por Facebook, provocó la primera reacción de la comunidad regulatoria ante el fenómeno de las *stablecoins*. En octubre de 2019, el G7 Working Group on Stablecoins publicó un informe sobre el impacto de las *stablecoins* (Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado, 2019), señalando, entre otras cuestiones, los riesgos de estos criptoactivos para la estabilidad financiera y recomendando que ningún esquema de estas

características comenzase a operar hasta que se desarrollara un marco regulatorio completo y adecuado para abordarlos.

Entre otros, este informe destacaba los riesgos para la transmisión de la política monetaria; las incertidumbres legales, operacionales y de gobernanza de estos nuevos sistemas; las fragilidades de los componentes específicos de las *stablecoins* y de su ecosistema, o sus interconexiones con el sistema financiero tradicional, especialmente el sistema bancario.

Para que estos riesgos se materialicen es necesario que estos instrumentos alcancen una escala de uso y un grado de interconexión con el resto del sistema financiero suficientemente elevados. Si bien esto no se observa en la actualidad, la percepción favorable de sus posibles casos de uso está promoviendo una integración gradual (Ahmed, Clouse, Natalucci, Rebucci y Sun, 2025).

Desde 2019 los modelos de *stablecoins* se han perfeccionado y se han materializado aspectos regulatorios que han ayudado a mitigar y canalizar estos riesgos. No obstante, reguladores y autoridades macroprudenciales mantienen un seguimiento estrecho de algunas cuestiones que siguen preocupando. En particular, si su adopción llegara a generalizarse, podrían surgir riesgos significativos en ámbitos como la provisión de crédito, la transmisión de la política monetaria o la integridad financiera que afectasen a la estabilidad financiera. Entre los posibles acontecimientos que podrían desencadenar episodios de inestabilidad, se destacan los reembolsos masivos, así como el contagio a los mercados de activos en los que se invierten las reservas y las dificultades para aplicar los controles estándar de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo (AML/CFT, por sus siglas en inglés) en entornos basados en infraestructuras públicas y sin permisos, carentes de intermediarios (Hernández de Cos, 2026).

Asimismo, aunque las *stablecoins* vinculadas a moneda fiduciaria podrían operar como un activo cuasimonetario, convertible a la vista, con rapidez y escasa pérdida de valor (es decir, con una elevada liquidez y bajo riesgo), en última instancia carecen de los mecanismos de la moneda fiduciaria (Anadu, McCabe, Pérez-Sangimino y Swem, 2026) y presentan determinadas debilidades estructurales que limitan su capacidad para funcionar como dinero a gran escala (Hernández de Cos, 2026). En ese sentido, el gráfico 1.a muestra diversos episodios de separación de valor en las dos principales *stablecoins* a escala global, incluidos episodios asociados a dinámicas de pánico (Aldasoro, Mehrling y Neilson, 2023).

En este capítulo analizamos el riesgo de interferencia en la transmisión de la política monetaria y en los mercados de divisas y capitales, así como los derivados de los esquemas de emisión desde múltiples jurisdicciones. Otros riesgos, como las interconexiones con los depósitos bancarios y los mercados de deuda soberana, así como los canales más relevantes de transmisión de riesgos para la estabilidad financiera ante escenarios de extensión y consolidación de uso de las *stablecoins*, son analizados a lo largo del artículo junto con la regulación que los aborda.

## 2.1 Influencia en la política monetaria y en los mercados de divisas y capitales

Entre los riesgos asociados a las *stablecoins* está la posibilidad de sustitución de moneda local<sup>2</sup> y el consiguiente aumento de la volatilidad de los flujos de capital, lo que podría mermar la eficacia de la transmisión de la política monetaria (Fondo Monetario Internacional, 2020). Estos riesgos tienden a intensificarse en economías con inflación elevada, con instituciones más débiles o con credibilidad limitada en el marco monetario nacional (Reuter, Agur, Copestake, Martínez Peria y Teoh, 2025). Además, ineficiencias en los sistemas de pago y un acceso limitado a servicios financieros en la moneda local pueden reforzar estos incentivos. La estabilidad de precios es una precondition para la estabilidad financiera (Banco Central Europeo, 2025), por lo que una menor eficacia de la política monetaria implicaría también un mayor nivel de riesgos sistémicos en un entorno macroeconómico más incierto.

Como se ha señalado, las principales *stablecoins* están denominadas en dólares (USD). A diferencia de las tenencias tradicionales en moneda extranjera, su expansión podría verse acelerada por las funcionalidades tecnológicas: transferibilidad global, operatividad continua, reducción de costes e intermediación y liquidación casi instantánea (Hernández de Cos, 2026). Si este tipo de instrumentos llegasen a facilitar de manera generalizada pagos nacionales o transfronterizos, los efectos de red podrían acelerar la sustitución de las monedas locales. Además, una adopción amplia podría dificultar el desarrollo de alternativas en el ámbito nacional (por ejemplo, CBDC<sup>3</sup> o *stablecoins* con moneda local como respaldo).

Al reducir algunas fricciones en los pagos transfronterizos, las *stablecoins* también pueden transformar la dinámica de los flujos de capital y de los tipos de cambio. Reuter, Agur, Copestake, Martínez Peria y Teoh (2025) sugieren que estas menores fricciones en los flujos transfronterizos —menores costes o tiempos de transferencia— reducen las desviaciones respecto a la paridad descubierta<sup>4</sup> de tipos de interés y aumentan los flujos de capital. Asimismo, ante *shocks* reales<sup>5</sup>, una menor fricción en el movimiento de flujos transfronterizos puede incrementar su volatilidad, mitigando así el impacto sobre las fluctuaciones del tipo de cambio, y, ante *shocks* financieros locales, los ajustes rápidos en la demanda de activos seguros (o respaldados por estos, como en el caso de las *stablecoins*) amplificarían la volatilidad cambiaria.

Las *stablecoins* también tienen potencial para afectar a la política monetaria del país en cuya divisa se denominan. Minesso y Siena (2026) muestran que las *stablecoins* denominadas en USD intensifican la transmisión de la política monetaria estadounidense a los rendimientos de

---

2 En general, la sustitución de moneda local se refiere al uso de una moneda extranjera en lugar de (o juntamente con) la moneda local.

3 Una moneda digital de banco central, o CBDC por sus siglas en inglés (*Central Bank Digital Currency*), es una forma de dinero emitida de forma electrónica por un banco central.

4 La paridad descubierta es la condición según la cual el diferencial de tipos entre dos economías debería compensarse con la variación esperada del tipo de cambio; las fricciones transfronterizas pueden generar desviaciones de esa condición, que se reducen cuando dichos costes/tiempos bajan.

5 Perturbaciones que nacen en la economía real: términos de intercambio, productividad, demanda externa o precios de materias primas, entre otros.

la deuda soberana, dado que los cambios en los tipos de interés inducen a los emisores de *stablecoins* a reajustar sus carteras de activos de respaldo. Al mismo tiempo, los efectos reales de la política monetaria podrían atenuarse, por ejemplo, ante una menor intensidad del canal de tipo de cambio. Esto podría requerir respuestas más contundentes a la inflación por parte de la Reserva Federal para lograr grados predeterminados de estabilización macroeconómica.

Por otro lado, el impacto internacional de la política monetaria estadounidense se intensificaría. Los *shocks* en Estados Unidos se transmitirían con mayor fuerza al exterior debido a que las emisiones y reembolsos de *stablecoins* activarían los flujos de capital hacia activos estadounidenses o desde ellos. Alternativamente, los *shocks* externos, como variaciones en necesidades de pago o en el apetito al riesgo, se trasladarían más directamente a los rendimientos de la deuda soberana estadounidense que en un escenario sin *stablecoins*. Esta amplificación obedece a que, por la vía de sus reservas de activos, las *stablecoins* conectan en tiempo real la demanda global de liquidez con el mercado de deuda pública estadounidense.

Por último, en un escenario de elevada adopción, las *stablecoins* denominadas en USD podrían reforzar el predominio global de esta divisa. Además, las menores fricciones en los pagos transfronterizos reducirían los tiempos de liquidación y sus costes, al tiempo que disminuirían la dependencia de redes de banca corresponsal<sup>6</sup>. Todo ello afectaría también al margen de actuación de la política monetaria nacional.

## 2.2 Las emisiones multijurisdicción

El posible alcance y uso en múltiples jurisdicciones de una *stablecoin* global puede llegar a otorgarle importancia sistémica en varias de ellas. Además, las diferencias regulatorias analizadas (véanse epígrafes 3 y 4) podrían incentivar la búsqueda de resquicios normativos, como puede ser el establecimiento de esquemas con emisores múltiples de una misma *stablecoin*, localizados en jurisdicciones diferentes, que en primera instancia desvirtúen el objetivo del regulador y en última instancia creen resquicios que escapen de su control y que incrementen los riesgos para la estabilidad financiera.

Los esquemas de emisión desde múltiples jurisdicciones son aquellos en los que una misma *stablecoin* es emitida por la misma entidad o entidades afiliadas (es decir, coemisores) que operan en diferentes jurisdicciones (FSB, 2025). Estas emisiones habitualmente comparten los mismos canales tecnológicos y comerciales. Para que estos esquemas adquieran significado, cada token debe ser fungible con los demás dentro del esquema, de modo que, en principio, no sea posible determinar qué emisor o bajo qué jurisdicción ha sido emitido un token concreto. Esta fungibilidad de los tokens entre jurisdicciones introduce una complejidad operativa, legal y de gestión de riesgos, y un desafío regulatorio para las jurisdicciones involucradas.

---

<sup>6</sup> La banca corresponsal es un sistema de acuerdos entre bancos por el que se prestan servicios para ejecutar pagos y otras operaciones transfronterizas.

En particular, al provenir de distintas jurisdicciones, los emisores pueden estar sujetos a distintos requerimientos prudenciales y operativos –de capital y liquidez, condiciones de la reserva de activos, gobernanza o gestión de riesgos– y los marcos regulatorios pueden permitir fijar condiciones diferentes para el reembolso de las *stablecoins*, como las limitaciones de volumen de reembolso o el cobro de comisiones. Todo ello podría propiciar una búsqueda activa por parte de los titulares, con el fin de seleccionar la jurisdicción donde resulte más beneficioso ejecutar el reembolso, incrementando el riesgo de liquidez de los emisores de dichas jurisdicciones, sobre todo en situaciones de estrés. En última instancia, como los requisitos de solvencia y liquidez son establecidos sobre la base de los tokens emitidos en una jurisdicción y no sobre el volumen de circulación de la *stablecoin* a nivel global, se podría provocar que, pese al cumplimiento de las condiciones nacionales, la petición masiva de reembolso por parte de titulares que han adquirido tokens emitidos por otro coemisor provoque la insuficiencia de las reservas de activos.

Este desequilibrio aumenta cuando los coemisores tienen un tamaño muy dispar. Es el caso de Circle, autorizado en Francia como entidad de dinero electrónico<sup>7</sup> para emitir USDC, para el que la diferencia de tamaño entre la matriz –80.000 millones de USD en circulación– y la filial europea –sin datos en la actualidad sobre el volumen de USDC emitido específicamente por ella<sup>8</sup>– anuncia potenciales riesgos que deben ser atendidos. Aunque la filial de Circle en Europa cumpla los requerimientos para hacer frente al reembolso de los tokens emitidos por ella, sería incapaz de hacer frente al reembolso de una mínima parte del volumen emitido por la matriz, que es quien dispone de las reservas. El hecho de que algunas de las condiciones de reembolso sean más favorables en Europa –por ejemplo, se prohíbe el cobro de comisiones al reembolso– agrava este desequilibrio [Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB), 2025a].

La Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) se ha pronunciado en contra de la admisibilidad de estos esquemas de emisión en múltiples jurisdicciones sin que exista un marco regulatorio que prevenga los potenciales efectos negativos señalados. En este sentido, en septiembre de 2025 publicó una Recomendación para no permitir estos esquemas en Europa y para que, en caso de admitirse, se implementasen las salvaguardas adecuadas (ESRB, 2025b).

Para cubrir estos riesgos, estos esquemas requerirían medidas efectivas de reequilibrio de las reservas entre los coemisores para garantizar que, en todo momento, están distribuidas de manera adecuada según el volumen de *stablecoins* potencialmente reembolsables en cada jurisdicción. Estas medidas deberían exigir la movilización rápida de activos entre jurisdicciones para atender de manera apropiada las peticiones de reembolso, incluyendo situaciones de estrés cuando es más probable que se produzcan diversas restricciones para su transferencia

---

7 De acuerdo con la información pública disponible, la autorización en Francia está sujeta a una aclaración sobre la interpretación normativa de la Comisión Europea. Véase nota de prensa de Circle en este [enlace](#).

8 Circle no proporciona cifras oficiales del volumen de USDC emitidos por la filial europea. Algunas fuentes lo estiman en aproximadamente 100 millones de USD. Asimismo, Circle tiene en circulación otra *stablecoin* vinculada al euro (EURC) por una capitalización actual de unos 430 millones de USD. Datos obtenidos de [coinmarketcap.com](#).

(ESRB, 2025b). Sin embargo, los marcos regulatorios actuales no cuentan, de momento, con este tipo de medidas.

Algunas potenciales medidas de mitigación son el establecimiento de requerimientos específicos para acceder al reembolso (por ejemplo, la exigencia de residencia permanente en una jurisdicción específica, o de una cuenta bancaria abierta en la jurisdicción del emisor), o el establecimiento de requerimientos de capital o liquidez adicionales, para hacer frente a la eventualidad de una solicitud de reembolso superior a las reservas constituidas en un momento dado.

En cualquier caso, desde un punto de vista regulatorio y supervisor, la única solución efectiva para reducir los incentivos al arbitraje en estas situaciones (por parte tanto de los emisores como de los titulares de las *stablecoins*) pasa por el establecimiento de marcos regulatorios consistentes entre jurisdicciones [tal y como prevén la «Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act» (GENIUS) de Estados Unidos y, en cierta medida, la propuesta del Reino Unido], con acuerdos entre supervisores o medidas de reconocimiento mutuo (equivalencia y reciprocidad), que aseguren el reconocimiento y tratamiento armonizado de los coemisores.

### 3 Respuesta regulatoria

Entre 2020 y 2023, conforme al mandato del G20, el FSB desarrolla el marco regulatorio global para las actividades de criptoactivos, que incluye una serie de Recomendaciones de Alto Nivel (FSB, 2023) para la regulación y supervisión de las *stablecoins* globales<sup>9</sup>. Por su parte, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) estableció el marco prudencial aplicable a las exposiciones bancarias a los criptoactivos, incluyendo las *stablecoins* (BCBS, 2024). Este marco define diversas categorías basadas en los riesgos asociados e incorpora requerimientos y condiciones específicos que determinan su clasificación y el correspondiente tratamiento prudencial.

Una vez publicadas las recomendaciones del FSB, las diferentes jurisdicciones han comenzado a desarrollar sus propios marcos regulatorios a un ritmo y alcance desigual, tal y como ha puesto de manifiesto el propio FSB en el informe de revisión temática sobre la implementación de sus recomendaciones (FSB, 2025).

En este informe se concluye que la regulación de las *stablecoins* sigue caracterizándose por un elevado grado de fragmentación entre jurisdicciones, junto con una implementación lenta y heterogénea de las recomendaciones internacionales. Persisten deficiencias relevantes en ámbitos como la gestión de riesgos, los colchones de capital y los marcos de recuperación y resolución —incluidos los regímenes de insolvencia—, mientras que las divergencias entre

---

<sup>9</sup> La primera versión de las Recomendaciones fue publicada por el FSB el 13 de octubre de 2020. Fueron objeto de revisión en 2022 y la versión vigente se publicó en 2023.

países en normas de reembolso, custodia, requisitos de divulgación y marcos de colateralización de reservas generan complejidades adicionales para las iniciativas globales de *stablecoins*.

En mayo de 2023 la Comisión Europea publicó el Reglamento sobre el mercado de criptoactivos (MiCA), cuya entrada en vigor en lo referente a las *stablecoins* se produjo un año más tarde, en junio de 2024. MiCA establece un marco regulatorio unificado en la Unión Europea (UE) para aquellos criptoactivos no cubiertos previamente por la regulación financiera, con el objetivo de garantizar la seguridad jurídica y la protección al consumidor, preservar la estabilidad financiera y promover la innovación bajo reglas de neutralidad tecnológica. Establece requisitos claros de transparencia y conducta, así como ciertos requerimientos prudenciales —capital, liquidez, gestión de riesgos y gobernanza— y de supervisión para los emisores de *stablecoins* y proveedores de servicios (CASP).

MiCA es la primera regulación integral de criptoactivos emitida por parte de una gran jurisdicción. Es un marco amplio y exigente, que está requiriendo un esfuerzo de adaptación y aprendizaje para operadores tanto públicos como privados. Al mismo tiempo, ha servido de referencia a otras jurisdicciones y ha situado a la UE en una posición de liderazgo regulatorio, puesto que refuerza la protección del usuario y ofrece el marco más completo actualmente disponible para abordar los riesgos asociados a las *stablecoins*. Ser pionera, no obstante, lleva aparejado el riesgo de que la evolución del mercado, o de la regulación de otras jurisdicciones, deje obsoletas algunas de las provisiones recogidas en MiCA, o en una posición de desventaja competitiva a los participantes sujetos a ella.

Por su parte, en Estados Unidos el cambio de administración aceleró un proceso legislativo que culminó, en julio de 2025, con la firma y promulgación<sup>10</sup> de GENIUS. Se trata de la primera vez que se establece un marco integral para las *stablecoins* mediante una ley federal, aplicable a todos los estados. GENIUS, mediante la imposición de requisitos de respaldo, divulgación y supervisión explícitos, pretende aportar claridad regulatoria y reforzar el uso de las *stablecoins* como instrumentos de pago<sup>11</sup>. Este alcance como medio de pago implica un enfoque diferente respecto a la propuesta de MiCA y responde a una estrategia de soberanía monetaria adoptada por la administración estadounidense, que promueve la proliferación de las *stablecoins* globales denominadas en dólares estadounidenses (USD) (Federal Register, 2025).

El potencial papel de las *stablecoins* como medio de pago debe analizarse considerando los beneficios que pueden llegar a aportar —globalidad, seguridad, automatización, reducción de costes y rapidez (Adrian et al., 2025)—, pero teniendo en cuenta las alternativas que existen en este ámbito. Además de los sistemas de pagos tradicionales, la actual implantación de los sistemas de transferencias inmediatas en Europa ya aporta soluciones en este sentido. Asimismo, el desarrollo de las monedas digitales emitidas por bancos centrales (CBDC, por sus siglas en inglés) también tendría como uno de sus objetivos mejorar la operativa de pagos,

---

10 El texto íntegro de la norma puede consultarse en el sitio web del Congreso (véase el [enlace](#)).

11 De hecho, GENIUS se refiere a «*stablecoins* de pago».

bien para uso general, bien para uso exclusivamente mayorista (Ayuso y Conesa, 2020; Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado y Banco de Pagos Internacionales, 2018).

En este sentido, mientras que Estados Unidos apuesta claramente por el uso de las *stablecoins* como medio de pago<sup>12</sup>, en la UE, los sistemas de transferencias instantáneas han incrementado la velocidad de los pagos minoristas y se ha apostado por el desarrollo del euro digital y los sistemas de liquidación de operaciones basados en tecnologías de registro distribuido (DLT) (Pontes<sup>13</sup> y Appia<sup>14</sup>).

Recientemente, las diferentes agencias estadounidenses han comenzado a desarrollar los mandatos recogidos en GENIUS en el ámbito de sus respectivas competencias. Por su relevancia<sup>15</sup>, destacamos la propuesta normativa publicada por la Office of the Comptroller of the Currency (OCC) en la que desarrolla varios de los aspectos fundamentales para los emisores de *stablecoins* sujetos a su supervisión [Office of the Comptroller of the Currency (OCC), 2026].

Adicionalmente, se encuentra aún en tramitación el proyecto de ley de «Digital Asset Market Clarity Act» (CLARITY)<sup>16</sup>, cuya finalidad es establecer el marco general de los productos y mercados digitales, en el que se regulan los criptoactivos distintos de las *stablecoins* y los criterios para su clasificación como instrumentos financieros o *commodities*, así como la prestación de servicios relacionados con los criptoactivos, incluyendo las *stablecoins*. Por ello, a diferencia de la regulación europea, el marco regulatorio de Estados Unidos no está totalmente definido en todos los ámbitos y relaciones relativas a las *stablecoins*.

Finalmente, las autoridades británicas –Financial Conduct Authority (FCA) y Bank of England (BoE)– han venido articulando desde 2023 un marco por fases con el objetivo de incorporar los criptoactivos, incluidas las *stablecoins*, al sistema financiero del Reino Unido de forma segura, transparente y resiliente, sin frenar la innovación en los sistemas de pago. Este objetivo se está desarrollando a través de sucesivas consultas públicas tanto de la FCA (FCA, 2025a; FCA, 2025b) como del BoE [Bank of England (BoE), 2025]. El proceso concluiría a finales de 2026 con la aprobación de los textos regulatorios definitivos por parte de las autoridades

---

12 El Congreso de Estados Unidos incluso ha emitido una propuesta legislativa que prohíbe a la Reserva Federal la emisión de una moneda digital para implementar la política monetaria u ofrecer productos y servicios directamente al público (Anti-CBDC Surveillance State Act, 2025-2026). Véase [enlace](#).

13 El proyecto Pontes, lanzado por el Banco Central Europeo, tiene como objeto permitir las liquidaciones de transacciones financieras mayoristas denominadas en euros, a través de una plataforma DLT, con liquidación en dinero de banco central. Más información en el siguiente [enlace](#).

14 Apia es una iniciativa lanzada por el Banco Central Europeo en 2025, cuyo objetivo a largo plazo es la construcción de un ecosistema financiero integrado sobre la base de las tecnologías de tokenización y DLT. Más información en el siguiente [enlace](#).

15 El Departamento del Tesoro ha publicado dos propuestas normativas: la primera en relación con los regímenes normativos estatales en materia de *stablecoins* (véase [enlace](#)), y la segunda, en materia de prevención del blanqueo de capitales (véase [enlace](#)). Por su parte, la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ha publicado su propuesta de regulación, dirigida a entidades bancarias bajo su supervisión que pretendan emitir *stablecoins* a través de filiales (véase [enlace](#)).

16 Aunque lanzada casi a la vez que GENIUS, esta iniciativa se encuentra aún pendiente de aprobación en el Senado de Estados Unidos. De acuerdo con la información publicada en diversos medios de comunicación, el principal punto de fricción parece estar siendo el relativo a la posibilidad de retribuir la tenencia de *stablecoins*.

competentes. Por tanto, es posible que la versión final del marco regulatorio británico que se adopte difiera de lo expuesto aquí.

Aunque los objetivos declarados son similares, el enfoque para alcanzarlos y las herramientas empleadas por cada jurisdicción son distintas. Mientras que en la UE se ha priorizado la protección del titular, buscando garantizar la solvencia de los emisores y la confianza en los mecanismos de reembolso, el enfoque estadounidense ha establecido unas reglas de juego que aportan seguridad jurídica, pero cuyo principal objetivo es impulsar el uso de las *stablecoins* denominadas en USD como medio de pago. Por su parte, el objetivo del Reino Unido está más centrado en abordar el riesgo sistémico de algunas *stablecoins* y sus vínculos con el sistema bancario, estableciendo requerimientos diferenciados entre *stablecoins* sistémicas y no sistémicas.

Los tres marcos regulatorios presentan similitudes, pero también diferencias notables, que ponen de manifiesto distintas opciones de política regulatoria, aun cuando todas ellas comparten objetivos y pueden ser consideradas alineadas con el marco internacional general prescrito por el FSB.

### 3.1 Ámbito de aplicación

MiCA define y regula dos tipos de *stablecoins*: las fichas de dinero electrónico (EMT, por sus siglas en inglés), definidas como fichas que se referencian «al valor de una única moneda oficial» (art. 3.1.7 de MiCA), y las fichas referenciadas a activos (ART, por sus siglas en inglés), que son fichas referenciadas «a otro valor o derecho, o a una combinación de ambos, incluidas una o varias monedas oficiales» (art. 3.1.6 de MiCA)<sup>17</sup>. Los EMT se consideran dinero electrónico (art. 48.2 de MiCA) y, en consecuencia, tienen la consideración de «fondos» conforme a la normativa de servicios de pago y pueden ser empleados para ejecutar operaciones de pago<sup>18</sup>.

GENIUS únicamente regula las *stablecoins* de pago, definidas como activos digitales que «se usen o estén diseñados para ser usados como medio de pago o liquidación» y cuyo emisor «esté obligado a convertirlas, reembolsarlas, o recomprarlas por una cantidad fija de valor monetario; y mantenga, o genere la expectativa razonable de mantener, un valor estable en relación con dicho valor monetario» [Secc. 2 (22) GENIUS]. Por su parte, la propuesta legislativa del Reino Unido se centra en las denominadas *qualifying stablecoins*, referenciadas a una única moneda, dejando la regulación del resto de las tipologías para etapas regulatorias posteriores.

---

17 Esta literalidad no debe entenderse en ningún caso en el sentido de que los ART puedan ser fichas referenciadas exclusivamente a una única moneda oficial, lo que las llevaría a ser un EMT. Por lo tanto, cuando se refiere a «monedas oficiales», debe interpretarse que MiCA apunta hacia una combinación de varias, o de una moneda oficial con otro tipo de activo.

18 El artículo 2.2 de la Directiva 2009/110/CE, de 16 de septiembre de 2009, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades [Directiva de Dinero Electrónico (EMD, por sus siglas en inglés)], define el dinero electrónico como «todo valor monetario [que] (...) se emite al recibo de fondos con el propósito de efectuar operaciones de pago».

Dado este ámbito de aplicación, el análisis de este artículo se limita a los requerimientos que en la regulación de Estados Unidos y el Reino Unido podrían equipararse a los de los EMT de MiCA. En concreto, los aplicables a *stablecoins* cuyo valor esté referenciado a una moneda oficial y que estén diseñadas principalmente para ser utilizadas como medios de pago o liquidación. Por ello, los ART quedan al margen de este análisis, al no existir por el momento ninguna tipología comparable en otras jurisdicciones<sup>19</sup>. Por tanto, a efectos de este trabajo, el término *stablecoin* se refiere, en cada caso, a los EMT regulados por MiCA, las *payment stablecoins* previstas en GENIUS o las *qualifying stablecoins* recogidas en la propuesta regulatoria británica.

### 3.2 Entrada en vigor

En lo relativo a la regulación de los EMT, MiCA es de aplicación directa desde junio de 2024. Por su parte, GENIUS requiere de varios desarrollos posteriores aún pendientes y no entrará en vigor previsiblemente hasta 2027. Recoge, además, un período transitorio de tres años para las *stablecoins* que estaban en circulación en el momento de su promulgación (julio de 2025), para que puedan seguir circulando antes de que queden prohibidas o se otorgue autorización al emisor. Por último, se espera que el marco regulatorio del Reino Unido esté aprobado a finales de 2026 y su aplicación comience en 2027.

Estos diferentes tiempos de entrada en vigor de las regulaciones condicionan la actuación de los operadores. Mientras que las entidades que no cumplen con MiCA han tenido que cesar sus operaciones en la UE<sup>20</sup>, en Estados Unidos las entidades pueden seguir operando hasta 2028, aunque el incumplimiento de los requerimientos establecidos en GENIUS sea evidente. Este desajuste provoca que *stablecoins* consideradas como *non-compliant* o prohibidas en algunas jurisdicciones circulen y operen libremente en otras, generando oportunidades de arbitraje regulatorio que se ven amplificadas por la naturaleza digital y global de este tipo de activos.

## 4 Comparativa de las opciones de política regulatoria en las diferentes jurisdicciones

### 4.1 Provisiones generales

#### 4.1.1 Régimen de autorización y supervisión

El presupuesto de partida de las tres regulaciones es el establecimiento de un régimen de autorización y operabilidad en el que se establecen los tipos de entidades que pueden ser

---

19 Según los datos del registro de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) (16 de abril de 2026), no hay todavía ninguna emisión de ART autorizada en la UE. Por su parte, constan inscritas 38 emisiones de EMT, de las cuales 2 tienen como emisor a una entidad de crédito, y el resto, a entidades de dinero electrónico.

20 El principal ejemplo es la *stablecoin* Tether (USDT), respecto a la cual no ha sido autorizado ningún emisor en Europa, por lo que no puede ser ofrecida al público dentro de la UE.

emisores y los requerimientos para obtener el permiso. Bajo MiCA, con carácter general<sup>21</sup>, se exige que el emisor sea una persona jurídica establecida en la Unión Europea (UE), limitándose la emisión de fichas de dinero electrónico (EMT, por sus siglas en inglés) a entidades de crédito y entidades de dinero electrónico (EDE). Estas últimas son entidades que deben obtener la correspondiente autorización para comenzar a operar con *stablecoins* y están sujetas a supervisión prudencial. La supervisión se realiza por parte de las autoridades nacionales (el Banco de España, en el caso de España), o junto con la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) para las *stablecoins* significativas (aquellas que satisfagan los criterios definidos<sup>22</sup> relativos al volumen emitido, número de usuarios o volumen de operaciones, entre otros).

En Estados Unidos, todos los emisores de criptoactivos requerirán licencia federal (otorgada por la OCC), aunque podrán operar con licencia estatal hasta alcanzar el límite de significatividad fijado en 10.000 millones de dólares estadounidenses (USD). La supervisión queda en manos de la OCC, con carácter general, aunque, para determinados emisores autorizados, GENIUS atribuye competencias regulatorias y de supervisión a otras agencias federales [Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), NCUA, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal].

Adicionalmente, GENIUS contiene una limitación específica para las entidades cotizadas que no se dediquen de forma predominante a una o más actividades financieras, estableciendo la prohibición de que dichas compañías o sus filiales puedan emitir *stablecoins*, salvo que obtengan el voto favorable unánime de todos los miembros del Stablecoin Certification Review Committee<sup>23</sup>. Se trata de un filtro adicional que hace pensar, por su configuración, en las grandes plataformas tecnológicas (*big tech*) y que les impediría obtener directamente la autorización de la OCC como emisor no bancario.

En el Reino Unido, la norma general otorga a la Financial Conduct Authority (FCA) la regulación y supervisión de las *stablecoins*, si bien las *stablecoins* sistémicas, una vez reconocidas como tales por el Departamento del Tesoro británico, quedarían reguladas y supervisadas también por el Bank of England (BoE). Estas *stablecoins* sistémicas son aquellas que estén referenciadas a la libra esterlina y que tengan un uso generalizado para liquidación de pagos, ya sean minoristas o mayoristas, en un sistema de pago reconocido por el Tesoro, además de cumplir determinados criterios cuantitativos y cualitativos<sup>24</sup> definidos por el Tesoro caso a caso.

---

21 Salvo las emisiones sujetas a alguna de las exenciones del artículo 9.1 de la Directiva 2009/110, de acuerdo con lo previsto en el artículo 48.4 de MiCA.

22 El artículo 43 de MiCA fija los criterios y umbrales de significatividad para las *stablecoins*, en línea con las recomendaciones del FSB.

23 El Stablecoin Certification Review Committee es un órgano de alto nivel, previsto en GENIUS, compuesto por los presidentes de las principales agencias financieras federales y presidido por el secretario del Tesoro, que coordina la certificación de emisores y la de la equivalencia de regímenes regulatorios comparables, con el objetivo de preservar la coherencia prudencial del marco federal de *stablecoins* y evitar el arbitraje regulatorio.

24 Entre los criterios, fijados en la Financial Services and Markets Act (FSMA) para identificar los sistemas de pago sistémicos, se encuentran su estructura, el número y valor de las transacciones procesadas, la naturaleza de las transacciones (minorista o mayorista), la moneda en la que se referencian las reservas o la gobernanza del emisor.

Respecto a la condición de entidad bancaria de los emisores, las regulaciones determinan distintas aproximaciones. MiCA es favorable y no solo lo permite, sino que exige a los bancos de la exigencia de mantener una reserva segregada (que sí exige a las EDE), considerando suficiente el respaldo otorgado por el propio balance del banco. Por su parte, GENIUS exige que la emisión se realice a través de una filial, dejando el negocio y el riesgo fuera del perímetro bancario. Con un enfoque similar, la propuesta regulatoria del Reino Unido no prohíbe expresamente<sup>25</sup> a los bancos la emisión de *stablecoins*, aunque establece como expectativa que su emisión se realice desde entidades separadas, asegurando así que la insolvencia del emisor no afecte en ningún caso a la solvencia de la entidad bancaria. Además, exige siempre una reserva de activos específica, segregada y custodiada bajo *statutory trust*.

#### 4.1.2 Actuación transfronteriza

MiCA no permite ofrecer al público *stablecoins* emitidas por entidades no domiciliadas en la UE y exige que los emisores de EMT obtengan autorización en un Estado miembro como entidad de crédito o de dinero electrónico. Una vez autorizados, pueden ofrecer al público *stablecoins* en toda la UE. No existe un sistema de equivalencia internacional, ya que se requiere la presencia de una entidad autorizada conforme a MiCA en la UE para emitir y ofrecer *stablecoins* al público ubicado en algún Estado miembro de la UE.

Por el contrario, GENIUS sí que permite que las *stablecoins* de emisores extranjeros operen en Estados Unidos si cumplen con su marco regulatorio. Se exige que dichas *stablecoins* i) estén sujetas a supervisión y regulación equivalente, declarada como tal por las autoridades de Estados Unidos; ii) estén registradas en la OCC; iii) mantengan, en bancos estadounidenses, reservas suficientes para cubrir las solicitudes de reembolso de los usuarios en Estados Unidos, y iv) no procedan de estados sujetos a sanciones económicas por las autoridades estadounidenses. Además, los emisores extranjeros cuentan con restricciones adicionales —las *stablecoins* que emitan no pueden ser consideradas efectivo (o equivalente), ni ser elegibles como garantía ni aceptadas como activo de liquidación y compensación en pagos mayoristas o infraestructuras de pagos—.

Para las *stablecoins* sistémicas, la propuesta regulatoria del Reino Unido obliga a crear una entidad local y mantener reservas en el país, en instrumentos de deuda pública o depósitos en el BoE, previstos para este tipo de *stablecoins*. Por el contrario, sí que permite operar a los emisores extranjeros de *stablecoins* no sistémicas, cumpliendo la normativa local. No se plantea la equivalencia automática con otros regímenes, aunque se prevé la cooperación internacional en este sentido.

Como se observa, el enfoque difiere. Mientras que MiCA pretende garantizar la supervisión y el seguimiento de un mercado único de las emisiones de *stablecoins*, exigiendo que los

---

25 Debe tenerse en cuenta la posición de la Autoridad de Regulación Prudencial (PRA, por sus siglas en inglés) expresada mediante carta a los CEO de las entidades de crédito en noviembre de 2023 (PRA, 2023) en la que mostraba sus expectativas supervisoras en relación con el desarrollo de actividades de innovación y finanzas digitales.

emisores tengan presencia permanente en la UE, GENIUS busca alinear la regulación extranjera con la estadounidense. Esto da acceso al supervisor de Estados Unidos a las entidades europeas, mientras que en Europa se requiere que la entidad opere bajo una filial interna, lo que limita la supervisión de la matriz. Por su parte, el enfoque que plantea el Reino Unido permite cierta actividad transfronteriza, pero las exigencias de localización y supervisión restringen el acceso de emisores extranjeros de *stablecoins* sistémicas.

#### 4.1.3 Requerimientos de capital

En general, los requerimientos de capital sobre los emisores de *stablecoins* son menos estrictos y detallados que los establecidos para los bancos y las entidades financieras. No obstante, las regulaciones en estudio establecen una serie de requerimientos, con diferencias entre ellas, tanto en las áreas atendidas como en los requisitos establecidos.

Como se ha indicado anteriormente, MiCA únicamente permite la emisión de EMT a dos tipos de entidades reguladas y sujetas a supervisión: las entidades de crédito y las EDE. Respecto a las primeras, están sujetas a los requerimientos propios de su regulación prudencial, sin que MiCA establezca ninguna especificidad. Para los emisores no bancarios (las EDE), MiCA se remite con carácter general a los requerimientos prudenciales previstos en la Directiva de Dinero Electrónico<sup>26</sup> (EMD, por sus siglas en inglés), fijando algunas especificidades, sobre todo en el caso de emisores significativos.

De este modo, los emisores no bancarios de EMT deben<sup>27</sup> mantener un capital mínimo de 350.000 euros y, en todo momento, fondos propios equivalentes al 2% (o 3% si son significativos<sup>28</sup>) de la media de las *stablecoins* en circulación, siempre que esta cifra sea superior al capital mínimo. Para emisores no significativos, las autoridades también pueden exigir unos fondos propios equivalentes al 3%<sup>29</sup>. Por su parte, los supervisores pueden exigir un incremento del 20% sobre el requisito base tras evaluar el riesgo del emisor.

Adicionalmente, se prevé que los emisores significativos realicen pruebas de resistencia de solvencia con una frecuencia trimestral (semestral en el caso de emisores no significativos, si así lo decidiese el supervisor), que contemplen escenarios de tensión severos pero plausibles, tanto financieros —por ejemplo, *shocks* de tipos de interés— como no financieros, incluidos riesgos operacionales. En función de los resultados, los supervisores de emisores no bancarios

---

26 Directiva 2009/110/CE, de 16 de septiembre de 2009, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades.

27 Véanse los artículos 4, 5.1 y 5.3 de la EMD.

28 Véase el artículo 58.1.b) de MiCA que sujeta a los emisores significativos de EMT, entre otras obligaciones, a lo previsto en el artículo 45.5 de MiCA.

29 De conformidad con el artículo 58.2 de MiCA, los supervisores podrán exigir a los emisores no significativos el cumplimiento de todas o alguna de las obligaciones previstas en el artículo 58.1 para los emisores significativos, cuando lo consideren necesario para hacer frente a los riesgos de liquidez, operativos o los derivados del incumplimiento de los requisitos de gestión de reservas de activos. Entre dichas obligaciones, se encuentran las referidas a constitución, composición, gestión, custodia e inversión de la reserva de activos, políticas de remuneraciones, liquidez de la reserva, pruebas de resistencia y requisitos de fondos propios, entre otros.

de EMT pueden exigir un incremento de entre el 20 % y el 40 % sobre el requisito base de fondos propios.

GENIUS no establece requerimientos mínimos de capital y se remite al desarrollo legislativo para su concreción. La OCC, en su desarrollo posterior, tampoco aporta mayor detalle y se limita a exigir que los emisores de *stablecoins* bajo su supervisión cuenten con «capital acorde al nivel y naturaleza de los riesgos» y un colchón adicional (de al menos 12 meses) para cubrir los gastos operativos. Para nuevos emisores sí que establece un capital mínimo inicial de 5 millones de USD<sup>30</sup>, independientemente del tamaño; este capital deberá ser mantenido al menos 36 meses. Tras esta fase inicial, podrá ajustarse según los riesgos y el desempeño.

De manera similar a MiCA, en el Reino Unido los emisores de *stablecoins* no sistémicas deben mantener en todo momento unos fondos propios al menos iguales al valor más alto entre i) un requerimiento mínimo permanente de 350.000 libras; ii) un requerimiento equivalente al 25 % de los gastos fijos relevantes del ejercicio previo, y iii) el 2 % del volumen medio emitido. La propuesta del BoE para emisores sistémicos recoge un requerimiento de capital por riesgo de negocio general, cubierto con capital de alta calidad (instrumentos de CET1), equivalente al mayor de i) el coste de recuperación frente al mayor evento de pérdida plausible, o ii) seis meses de gastos operativos. Además, exige reservas segregadas en activos líquidos de alta calidad, adicionales a la reserva de activos, para cubrir a) el riesgo financiero<sup>31</sup> de los activos de la reserva, y b) los costes de insolvencia.

Con carácter general, ni GENIUS ni la propuesta británica recogen la obligatoriedad de realizar pruebas de resistencia del capital, aunque es posible que el supervisor pudiese establecer algunos ajustes puntuales, en función del seguimiento continuado de la entidad (véase recuadro 1).

#### 4.1.4 Otros requerimientos

Los marcos analizados también establecen condiciones para los emisores de *stablecoins* en el ámbito de la gobernanza y la gestión de riesgos. En términos generales, los tres hacen referencia a la importancia de una gobernanza transparente y una adecuada gestión de riesgos y comparten la exigencia de desarrollar y publicar las políticas al respecto. No obstante, no se establecen requerimientos concretos, comparables entre los tres marcos.

El documento de consulta pública del Reino Unido establece limitaciones a la tenencia de *stablecoins* sistémicas por parte de empresas (10 millones de libras por *stablecoin*) y particulares (20.000 libras por *stablecoin*), algo que no se ha determinado en la UE ni en Estados Unidos.

---

30 En el caso de *stablecoins* con licencia federal o estatal, si se especificara un importe superior como parte del proceso de licencia, se aplicaría dicho importe.

31 Debe cubrir el riesgo de mercado de la tenencia de instrumentos de deuda pública a corto plazo [calculado conforme al enfoque estándar simplificado (SSA, por sus siglas en inglés), incluyendo el multiplicador por riesgo de posición por tipos de interés] y el riesgo de liquidez asociado a la necesidad de monetizar activos rápidamente bajo estrés para atender reembolsos.

## LA REGULACIÓN PRUDENCIAL: EL FOCO EN LA INVERSIÓN BANCARIA

La regulación prudencial, desarrollada internacionalmente en el estándar sobre el tratamiento prudencial de las exposiciones bancarias a *criptoactivos* (BCBS, 2024), pone el foco en la inversión y tenencia de *criptoactivos*, incluidas las *stablecoins*. Este estándar debería haber sido implementado en enero de 2026 a través de los distintos marcos nacionales, pero por el momento no se está adoptando de manera generalizada<sup>1</sup>.

El estándar plantea el tratamiento prudencial en función del cumplimiento de una serie de condiciones de clasificación (CC), que agrupan los *criptoactivos* en dos grandes grupos y determinan el tratamiento prudencial a aplicar. A cada grupo se aplicarán diferentes tratamientos para el cálculo de sus ponderaciones de riesgo, así como determinadas condiciones adicionales (uso de modelos, límites de exposición, reconocimiento de coberturas o recargos adicionales, entre otras) con el objetivo de mitigar los riesgos para los bancos como inversores de *criptoactivos*.

Los *criptoactivos* que cumplen las cuatro condiciones quedarían encuadrados en el Grupo 1 (*criptoactivos* con menor riesgo y tratamiento prudencial más favorable). En caso de no cumplirlas, el *criptoactivo* quedaría encuadrado en el Grupo 2 (*criptoactivos* de mayor riesgo y tratamiento altamente conservador). Estas condiciones no están dirigidas a productos concretos, sino a identificar el riesgo específico de cada iniciativa, si bien los *criptoactivos* sin respaldo y que no son representaciones digitales de un activo tradicional serían siempre clasificados en el Grupo 2. Las *stablecoins* podrían ser clasificadas en el Grupo 1, en cumplimiento de todas las condiciones (Anguren, García Alcorta, García Calvo, Hernández García y Valdeolivas, 2023).

En el caso de las *stablecoins*, resulta **particularmente relevante la CC1**, que requiere que el *criptoactivo* demuestre el mismo nivel de riesgo (de crédito y de mercado) que su forma tradicional o que cuente con un

mecanismo de estabilización que resulte eficaz en todo momento para mantener su valor respecto al activo o activos que actúen como referencia. Para ello, se establecen requisitos a la composición, valoración y gestión de la reserva de las *stablecoins*, así como la exigencia de que el emisor sea una entidad supervisada y regulada por un supervisor que aplique requerimientos prudenciales de capital y liquidez.

Para evaluar la efectividad del mecanismo de estabilización, se exige el cumplimiento de un «test de riesgo de reembolso»<sup>2</sup>, que tiene como objetivo asegurar que la reserva de activos es suficiente para permitir el reembolso de la *stablecoin* al valor de referencia en todo momento, incluidos los períodos de estrés severo.

Aunque desde diferentes aproximaciones, y con mayor o menor detalle, los tres marcos regulatorios estudiados dan respuesta satisfactoria a las distintas exigencias previstas en la CC1.

- Contienen previsiones alineadas con las **condiciones de reembolso** exigidas en el estándar (v. g., claridad, plazos cortos, reembolso a la par).
- Se observan garantías suficientes respecto a las **exigencias de la reserva de activos** (composición, valoración, liquidez, gestión prudente de riesgos), aun cuando los instrumentos elegidos difieran sustancialmente en algunos casos.
- En las tres regulaciones se prevé la **protección de la reserva de activos** frente a supuestos de insolvencia del emisor, de modo que el derecho de reembolso y acceso a la reserva por los titulares no se vea perjudicado.

Ni en el marco de Basilea ni ninguna de las tres regulaciones establece la obligación de **que la reserva exceda el**

1 A la fecha de este artículo, ni Estados Unidos ni el Reino Unido han publicado un marco de implementación del estándar de *criptoactivos* del BCBS. Por lo que se refiere a la UE, en junio de 2024 se modificó el Reglamento de Requisitos de Capital (CRR) para introducir las disposiciones transitorias relativas al tratamiento prudencial de los *criptoactivos* (artículo 501d). El marco completo debía haberse presentado en junio de 2025; sin embargo, hasta la fecha, la Comisión no ha iniciado los procedimientos pertinentes.

En consecuencia, dichas disposiciones constituyen actualmente el marco aplicable en vigor, el cual refleja de manera simplificada el tratamiento previsto en el marco de Basilea, aunque sin referencia a las condiciones de clasificación ni al cálculo de las exposiciones (las posiciones netas y brutas, así como el tratamiento de los derivados). En términos generales: i) las exposiciones a *criptoactivos* vinculados a activos tradicionales tokenizados —incluidos los EMT, conforme al artículo 5.bis (5) del CRR— se tratarán como exposiciones a los activos tradicionales subyacentes; ii) las exposiciones a *asset-referenced tokens* (ART) recibirán una ponderación por riesgo del 250 %, y iii) el resto de los *criptoactivos* estarán sujetos a una ponderación por riesgo del 1.250 %, estableciéndose además un límite de exposición del 1 % del capital de nivel 1.

2 El test de riesgo de reembolso establece i) condiciones en relación con el valor y la composición de la reserva de activos; ii) criterios de calidad de los activos de la reserva (líquidos, de bajo riesgo, segregados del patrimonio del emisor y del custodio); iii) criterios de gobernanza en la gestión de la reserva, incluidos los de difusión periódica de la composición y el valor de esta.

**volumen emitido**, aunque todas ellas exigen que en todo momento sea, al menos, equivalente. En la práctica, esto conduce al mantenimiento de un valor de la reserva superior al emitido, debido a las exigencias de liquidez de los activos que la componen y a la obligación de mantener su valor incluso en situaciones de estrés, lo que satisface el test de riesgo de reembolso establecido por el estándar de Basilea.

La **CC2**, que exige que todos los derechos y obligaciones del *criptoactivo* estén claramente definidos y sea legalmente ejecutable en todas las jurisdicciones en las que se emite y se reembolsa, garantizando que, en todo momento, el activo es plenamente transferible y liquidable, estaría totalmente alineada con los tres marcos regulatorios analizados.

La **CC3** está orientada al correcto funcionamiento de la red en la que opera el *criptoactivo*. Para ello, todas las transacciones y participantes deben ser rastreables y las funciones clave (emisión, validación, reembolso y transferencia) no deben estar sujetas a riesgos materiales que impidan la transferencia, liquidación o reembolso de

los *criptoactivos*. En general, los tres marcos analizados son neutrales con respecto a la trazabilidad de las operaciones —se remiten a la regulación específica para cuestiones de AML/CFT—. Por ello, la aplicación de esta CC no contradice los marcos regulatorios nacionales, si bien establece requerimientos adicionales a los actualmente establecidos.

Por último, la **CC4** exige que las entidades que realizan funciones de reembolso, liquidación, transferencia, custodia, liquidación o gestión de la reserva estén reguladas y supervisadas, o bien sujetas a estándares apropiados de gestión de riesgo, así como disponer de un marco de gobernanza adecuado y público<sup>3</sup>. Esta condición provoca que, aunque sin indicarlo explícitamente, el estándar de Basilea considere de facto los *criptoactivos* negociados en redes no permissionadas, incluidas las *stablecoins*, como activos del Grupo 2. Al igual que en la CC3, la aplicación de esta condición no contradice los marcos regulatorios nacionales, que se muestran totalmente neutrales a las tipologías de DLT utilizadas, pero supone un requerimiento adicional específico en la categorización de las exposiciones bancarias.

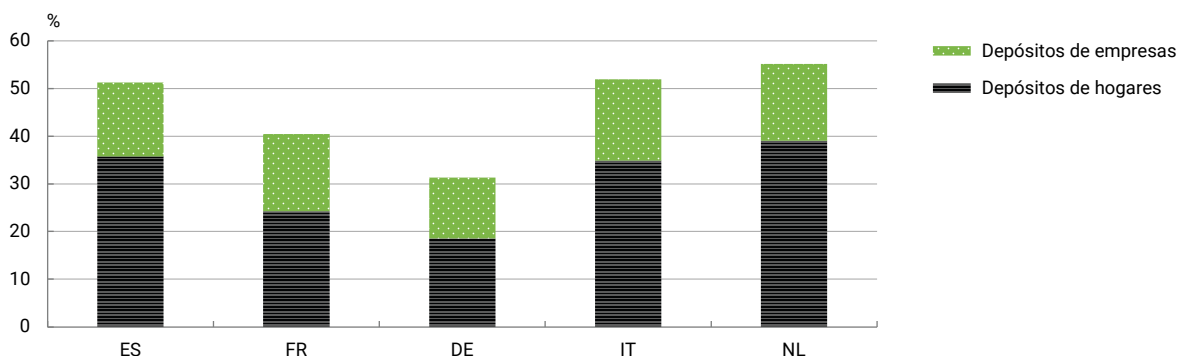
3 De manera específica, se indica que, para superar esta condición, los nodos validadores también deben estar sujetos a estándares apropiados de gestión de riesgo o estar regulados y supervisados.

## 4.2 El mecanismo de estabilización: la reserva de activos

La reserva de activos es la principal garantía con la que cuentan las *stablecoins* para demostrar su valor estable. De la estabilidad de su composición y valoración depende la confianza de los titulares en que el emisor tenga capacidad para hacer frente a las solicitudes de reembolso.

En los tres marcos objeto de este análisis se exige que la reserva mantenga en todo momento —incluso en situaciones de estrés— un valor al menos igual al del volumen total de *stablecoins* en circulación. Todos ellos exigen que los activos de la reserva sean líquidos, con bajo riesgo de crédito y de mercado, y en todos se articulan medidas estrictas de segregación de la reserva de activos respecto del resto del patrimonio del emisor y su custodia por entidades independientes sujetas a supervisión, para evitar que el emisor pueda disponer libremente de estos activos y conseguir, de ese modo, que los titulares cuenten con una mayor protección en caso de insolvencia del emisor.

Gráfico 2

**Depósitos de empresas y hogares sobre el total de activos (a)**

FUENTE: EBA Dashboard. Septiembre de 2025.

a Los datos corresponden a las principales entidades de cada país.

#### 4.2.1 Depósitos bancarios

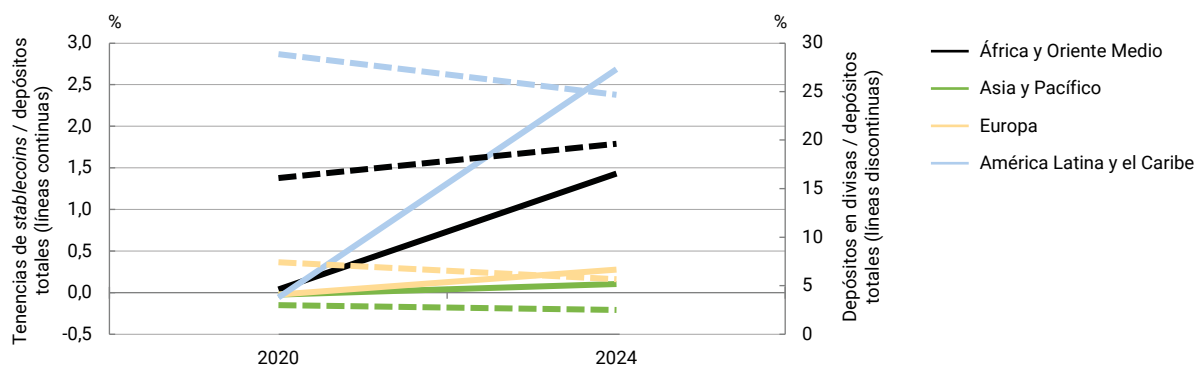
Sin embargo, a pesar de todos esos elementos comunes, la regulación se enfrenta a un dilema: priorizar la inclusión en la reserva de activos líquidos y seguros, en particular depósitos bancarios e instrumentos de deuda soberana, aumentando con ello las interconexiones con el sistema bancario y los mercados de referencia, o admitir otro tipo de instrumentos, perdiendo así cierto control sobre el valor del conjunto que debe garantizar el eventual reembolso.

Las soluciones a ese equilibrio deben partir de un claro entendimiento de la conexión entre las *stablecoins* y el sistema bancario, y de los consiguientes riesgos para la estabilidad financiera. En primer lugar, los depósitos que se incluyan en la reserva podrían estar concentrados en un número limitado de bancos custodios, aumentando el riesgo ante una potencial retirada masiva. Además, el uso de depósitos bancarios como activos de reserva podría alterar la estructura de los pasivos bancarios, alentando la sustitución de depósitos minoristas estables por depósitos institucionales más volátiles y sensibles a episodios de tensión. Además de las implicaciones para la estabilidad financiera, este proceso podría intensificar la transmisión de la política monetaria a través del canal de los depósitos<sup>32</sup>.

Por otro lado, la expansión de las *stablecoins* podría reducir la base de depósitos bancarios o alterar su composición, especialmente si llegaran a ofrecer funcionalidades percibidas como sustitutivas de los depósitos, que siguen desempeñando un papel central en el modelo de negocio de las entidades de crédito europeas. Tal y como muestra el gráfico 2, la ratio de depósitos de hogares y empresas sobre el total de activos de los principales grupos bancarios europeos se sitúa entre el 31 % y el 55 %, revelando una pauta común de elevada dependencia de esta fuente de financiación minorista. En España, esta ratio es del 51 %.

32 La posible reducción del poder de mercado de las entidades en la captación de depósitos, junto con una menor inercia derivada de cambios en la composición de los depositantes, podría aumentar la sensibilidad de los tipos y flujos de depósitos a las condiciones monetarias (Drechsler, Savov y Schnabl, 2017).

Gráfico 3

Tenencias de *stablecoins* sobre depósitos (a)

FUENTE: IMF Understanding Stablecoins. 2025.

a Las tenencias de *stablecoins* se calculan como los flujos netos acumulados de *stablecoins*.

El gráfico 3 muestra que, si bien las tenencias de *stablecoins* continúan siendo reducidas en comparación con el total de depósitos y con los depósitos en divisas, su volumen ha registrado un crecimiento sostenido desde 2020. Este avance resulta especialmente significativo en regiones parcialmente dolarizadas como África y Oriente Medio, o América Latina y el Caribe, donde los depósitos en divisas ya representan una proporción elevada del total (en torno al 20 % en África y Oriente Medio, y al 25 % en América Latina y el Caribe). Esta evolución sugiere que podrían llegar a constituir un canal relevante de reasignación de fondos dentro del sistema financiero, reduciendo la base de financiación estable de las entidades con los consiguientes riesgos estructurales para el sector bancario.

MiCA concibe los depósitos bancarios como elemento fundamental de la reserva de activos, sobre todo en las *stablecoins* de mayor tamaño. Por ello, se exige que al menos el 30 % de la reserva esté constituida por depósitos bancarios —el 60 % en el caso de EMT significativos<sup>33</sup>— denominados en la misma moneda que la *stablecoin*. Pese al riesgo de transmisión al sistema bancario, esta decisión prioriza la liquidez y solvencia de los activos de la reserva y responde a la intención del regulador de disponer de un mayor control sobre los activos que constituyen el ecosistema de cryptoactivos, tratando de evitar que los fondos actualmente depositados en las entidades bancarias salgan hacia otros productos y erosionen la base de depósitos.

La propuesta estadounidense establece un vínculo mucho más reducido con los depósitos bancarios. GENIUS admite la posibilidad de que los activos de la reserva estén constituidos por depósitos bancarios, pero no establece requerimientos ni limitaciones. Por su parte, la propuesta de desarrollo normativo de la OCC solo establece la obligación de mantener depósitos bancarios por un importe de al menos el 0,5 % del valor total de la reserva, o hasta 500 millones de USD, para aquellas emisiones de mayor volumen (superior a 25.000 millones de USD), en entidades aseguradas por la FDIC. Esta última limitación se entiende como una posición de equilibrio

33 Véase la nota 27.

entre la necesidad de contar con instrumentos directamente exigibles y totalmente líquidos, como son los depósitos bancarios, y la de reducir la vía de contagio al sector de los bancos asegurados por la FDIC. Las emisiones de *stablecoins* por un volumen inferior a 25.000 millones de USD no cuentan con ninguna exigencia relativa a los depósitos bancarios.

Por último, el enfoque del Reino Unido difiere en función de si se abordan las *stablecoins* sistémicas o las que no lo son. Solo se permite mantener reservas en depósitos bancarios a las *stablecoins* no sistémicas<sup>34</sup>, con el fin de establecer un cortafuegos entre las *stablecoins* sistémicas y el sistema bancario. Además, para las *stablecoins* sistémicas se exige que al menos el 40 % del volumen de la reserva esté compuesto por depósitos no remunerados en el BoE.

#### 4.2.2 Límites a la concentración

Para reducir el posible contagio al sistema bancario, tanto la regulación de la UE como la de Estados Unidos han establecido límites específicos a la concentración. En concreto, la regulación de la UE limita al 25 % el valor de la reserva que podrá estar depositado en una única entidad, en el caso de que la entidad depositaria sea G-SII u O-SII; un 15 %, en el caso de grandes entidades que no sean G-SII ni O-SII, y un 5 %, para el resto de las entidades. Además, se requiere que el importe depositado sea inferior al 1,5 % del total de activos de la entidad depositaria. En MiCA no se prevé la posibilidad de que los emisores puedan depositar las reservas de activos en los bancos centrales nacionales o en el Banco Central Europeo.

La propuesta estadounidense también contiene una serie de umbrales y límites para el mantenimiento de depósitos en entidades de crédito cubiertas por la FDIC. En general, son superiores a los previstos en MiCA y sin distinguir por el tamaño o carácter sistémico de las entidades depositarias, pudiendo llegar, como norma general, hasta el 40 % del volumen total por entidad depositaria. Sí que permite mantener reservas en alguno de los 12 bancos de la Reserva Federal.

#### 4.2.3 Liquidez de los activos de la reserva

La UE, a través de desarrollos regulatorios complementarios a MiCA<sup>35</sup>, ha definido requisitos adicionales sobre los distintos tipos y el vencimiento de los activos que componen la reserva, para garantizar la liquidez de la reserva, en función del tamaño, la complejidad y la naturaleza de los distintos activos que la integran<sup>36</sup>. Estos requerimientos son aplicables tanto a las *stablecoins* significativas como a las no significativas, si así lo decide el supervisor.

---

34 Para las *stablecoins* no sistémicas se permiten depósitos a la vista y deuda pública a corto plazo (vencimiento hasta un año), con umbrales de liquidez inmediata y sin una composición determinada.

35 EBA/RTS/2024/10 sobre los requisitos de liquidez de la reserva de activos en virtud del artículo 36(4) del Reglamento (UE) 2023/1114.

36 Entre otros, se requiere que al menos el 40 % (20 % en el caso de EMT no significativos) del valor total de la reserva tenga activos con vencimiento diario, incluidos los pactos de recompra inversa que puedan deshacerse mediante notificación previa de un día, y al menos el 60 % (30 % para no significativos) tenga instrumentos con vencimiento semanal, incluidos los pactos de recompra inversa que puedan deshacerse mediante notificación previa de cinco días hábiles.

Por su parte, GENIUS y su normativa de desarrollo muestra una preferencia clara por la deuda soberana estadounidense a corto plazo. Esto implica un menor riesgo bancario directo, pero una mayor exposición a las condiciones de los mercados de deuda pública. El FSB ha señalado este riesgo como potencialmente sistémico, ya que puede amplificar tensiones en caso de que fuese preciso ejecutar reembolsos masivos. Para mitigarlo, la normativa prevé el uso de instrumentos a muy corto plazo y plazos de reembolso muy reducidos (dos días), de modo que se limiten los efectos sobre la paridad de las reservas.

GENIUS limita en mayor medida que la regulación europea la tipología de activos que pueden componer la reserva, manteniendo la filosofía de instrumentos líquidos y con vencimiento a corto plazo<sup>37</sup>. Adicionalmente, la propuesta de desarrollo normativo de la OCC contiene normas sobre diversificación por vencimientos y exige que el vencimiento medio de todos los activos de la reserva no exceda de 20 días.

La opción del Reino Unido requiere que las *stablecoins* sistémicas constituyan hasta el 60 % de su reserva con instrumentos de deuda pública a corto plazo —vencimientos inferiores a un año—. Para paliar los potenciales efectos perjudiciales sobre los mercados de referencia, la propia regulación contempla la posibilidad de que los emisores puedan acceder a facilidades de liquidez del banco central con la garantía de las reservas constituidas, lo que evitaría una liquidación masiva y el consiguiente impacto en los mercados.

En cuanto a las *stablecoins* no sistémicas, permite incluir en la reserva depósitos bancarios e instrumentos de deuda pública a corto plazo sin limitaciones —al tratarse de emisores no sistémicos, considera menos relevantes las interconexiones con los mercados de deuda pública a través de los instrumentos de deuda, y con el sistema bancario, a través de los depósitos—. La propuesta regulatoria incluye la necesidad de articular un período transitorio para aquellas *stablecoins* que sean declaradas sistémicas, que permita el tránsito de un sistema de activos de reserva basado en depósitos bancarios a los depósitos no remunerados en el BoE.

Finalmente, la normativa de desarrollo de MiCA establece la obligación de los emisores de realizar pruebas de resistencia para evaluar la repercusión de determinados acontecimientos adversos sobre la liquidez de la reserva<sup>38</sup>. Estas pruebas deben realizarse con una periodicidad mínima mensual y podrán dar lugar a la exigencia de refuerzo de los requerimientos de liquidez de la reserva. Se persigue así garantizar, en la medida de lo posible, la liquidez de la reserva, preservando al mismo tiempo la integridad de los mercados y la liquidez de las entidades depositarias.

---

37 Efectivo en USD; depósitos a la vista en bancos supervisados; instrumentos de deuda pública de Estados Unidos (*T-bills*) con vencimiento inferior a 93 días; *repos* garantizados con instrumentos de deuda; participaciones en fondos del mercado monetario (MMF, por sus siglas en inglés) que inviertan en *T-bills* y en *repos* sobre deuda pública de muy corto vencimiento (intradía). En cualquier caso, se prevé la posibilidad de que la OCC pueda reconocer como elegibles otros activos distintos a los previstos si, a su juicio, tuviesen un perfil de riesgo similar.

38 Artículo 6.3 del Reglamento Delegado (UE) 2025/415, de 13 de diciembre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican el ajuste de los requisitos de fondos propios y las características mínimas de los programas de pruebas de resistencia de los emisores de fichas referenciadas a activos o de fichas de dinero electrónico.

Estas pruebas de resistencia de la liquidez de la reserva no se contemplan ni en GENIUS ni en la propuesta del Reino Unido. Para el caso de las *stablecoins* no sistémicas británicas, sí que se prevé la obligación de realizar conciliaciones diarias del valor de los activos de la reserva frente al volumen emitido.

### 4.3 El reembolso: empresa en funcionamiento y recuperación

#### 4.3.1 Condiciones generales y riesgo de retirada masiva

Los tres marcos coinciden en exigir el reembolso a la par y a la vista (*i. e.* en todo momento). Sin embargo, hay matices relevantes respecto a cómo fijar el valor de reembolso, los plazos y el establecimiento de gastos, intereses y comisiones, así como distintas limitaciones operativas.

La regulación de la UE fija el reembolso a la par sobre el valor nominal. El reembolso deberá ejecutarse siempre que lo solicite el titular de los tokens, mediante el pago en fondos. MiCA no fija un tiempo predefinido para ejecutar el reembolso. Asimismo, no se permite establecer limitaciones por volumen ni cobrar comisiones por reembolso, salvo en los casos previstos en los planes de reembolso y recuperación para escenarios de estrés.

Por su parte, GENIUS establece la obligación del emisor de convertir, reembolsar o recomprar las *stablecoins* por una cantidad fija de un valor monetario expresado en moneda fiduciaria. La normativa no prohíbe el cobro de comisiones ni el establecimiento de limitaciones de reembolso para un volumen determinado, pero exige que esta política de reembolso sea establecida y divulgada de manera transparente por el emisor, contemplando canales y plazos, así como las comisiones y limitaciones o umbrales mínimos exigibles por el emisor para realizar los reembolsos. La propuesta de desarrollo de la OCC establece un plazo de dos días, tras recibir la petición del tenedor, para que el emisor entregue el valor equivalente en moneda fiduciaria<sup>39</sup>.

En el Reino Unido, la propuesta legislativa exige el reembolso a la par, con independencia del valor de la reserva. No se permite establecer un importe mínimo para el reembolso y este debe realizarse como máximo el día hábil siguiente al de la solicitud. Para las *stablecoins* sistémicas, el plazo se reduce al final del día hábil de la solicitud. Las comisiones solo pueden cobrarse si son proporcionales a los costes operativos, sin superar el importe reembolsado ni trasladar pérdidas por venta de reservas al usuario.

En cualquier caso, los requerimientos sobre la reserva y la garantía de reembolso podrían no ser suficientes para respaldar la promesa de conversión a la par y satisfacer todas las

---

<sup>39</sup> La propuesta de la OCC lo define como «reembolso oportuno». Este plazo podría aumentar hasta siete días en los casos de peticiones que superen el 10 % del total del volumen emitido en un plazo de 24 horas, todo ello sujeto a la comprobación de la OCC y al cumplimiento de requisitos adicionales de información, entre otros.

solicitudes de reembolso si estas alcanzasen un volumen elevado. Los efectos de segunda ronda del estrés sobre una *stablecoin*, por la desvinculación de su valor de referencia o por un episodio de pánico, también podrían alcanzar a los bancos que custodian sus activos de reserva y, de forma más general, a todos los intermediarios con tenencias comunes de activos.

Más concretamente, los emisores de *stablecoins* sujetos a tensiones de reembolsos podrían verse forzados a deshacerse rápidamente de sus activos de reserva, propagando las caídas resultantes de valor a bancos y otros intermediarios financieros que también inviertan en estos activos, que a su vez podrían verse forzados a acelerar sus ventas. Esto alimentaría pérdidas adicionales de confianza en la *stablecoin*, mayores salidas de inversores y mermas de solvencia y liquidez en el conjunto del sistema. Asimismo, la transmisión de los efectos de una retirada masiva de inversores de una *stablecoin* puede operar a nivel transfronterizo.

#### 4.3.2 Planes de recuperación y reembolso

El régimen de insolvencia que en última instancia determina, en caso de quiebra, la recuperación por parte de los titulares de las *stablecoins* de los activos de la reserva es uno de los aspectos fundamentales de la regulación. Sin embargo, observamos diferencias entre las propuestas regulatorias de las tres jurisdicciones objeto de análisis.

MiCA exige planes de recuperación y reembolso con condiciones específicas para los emisores de *stablecoins*. El plan de recuperación debe recoger las medidas que deberá adoptar el emisor para restablecer el cumplimiento de las obligaciones y requisitos aplicables a la reserva de activos, cuando se produzca un incumplimiento. Debe identificar riesgos y definir condiciones y procedimientos claros para activar el plan antes de que la situación deteriore la capacidad de reembolso. Entre las medidas que el plan de recuperación puede recoger, se encuentran la fijación de comisiones sobre los reembolsos, el establecimiento de límites o restricciones cuantitativas al reembolso diario, e incluso su suspensión temporal.

Además, el plan de reembolso debe garantizar que, cuando la autoridad competente determine la posible incapacidad del emisor de atender sus obligaciones, o cuando determine su insolvencia o la retirada de autorización, pueda ejecutarse una venta ordenada de los activos de la reserva para satisfacer a los titulares sin causar perjuicios indebidos ni desestabilizar los mercados en los que se negocian los activos de la reserva. El plan debe incluir acuerdos contractuales, procedimientos operativos, continuidad de funciones críticas, mecanismos de pago equitativos y la posible designación de un administrador temporal; además, debe ser notificado en los seis meses siguientes a la autorización y mantenerse actualizado periódicamente.

Este esquema garantiza la activación de medidas preventivas y correctivas (recuperación) en primer lugar y, si fallasen, la venta de los activos de la reserva para garantizar los derechos de los titulares (reembolso). Esta previsión, aunque más costosa para los emisores, garantiza

mayor protección a los titulares, a la vez que protege los mercados de referencia de posibles interferencias por insolvencia de los emisores que requieran ventas masivas de activos.

Aunque GENIUS no contiene una previsión específica<sup>40</sup> de planes para situaciones de crisis, la propuesta de la OCC prevé la posibilidad de articular determinadas medidas en caso de que se observe que el emisor no es capaz, de manera sostenida, de mantener el valor de la reserva de activos. Asimismo, establece un mecanismo automático y escalonado de reacción ante el incumplimiento del requisito mínimo de activos de reserva. En concreto, el emisor debe notificar inmediatamente a la OCC cualquier déficit y queda automáticamente prohibida la emisión de nuevas *stablecoins* hasta restablecer el cumplimiento. Si el incumplimiento se prolongase durante 15 días hábiles consecutivos, el emisor debería iniciar la liquidación de la reserva y el reembolso ordenado de las *stablecoins* en circulación, sin cobrar comisiones a sus tenedores. Además, la OCC podría exigir un plan de retorno al cumplimiento o, si apreciase un riesgo significativo de no poder alcanzarlo en un plazo razonable, ordenar directamente el reembolso total, sin perjuicio de otras medidas supervisoras o sancionadoras.

La aproximación europea exige planes *ex ante*, siguiendo una lógica preventiva y de planificación, mientras que el régimen de la OCC es reactivo y basado en umbrales y condiciones objetivas predefinidas. Mientras que MiCA enfatiza la preparación anticipada y la gobernanza en situaciones de estrés, la propuesta de la OCC prioriza la intervención temprana y la protección del derecho de reembolso, dejando al supervisor un amplio margen discrecional para forzar la salida ordenada del mercado cuando la viabilidad del emisor esté comprometida.

Por último, la propuesta legislativa del Reino Unido no se ha desarrollado al respecto y se remite al régimen ordinario de insolvencia. No obstante, para el caso de las *stablecoins* sistémicas, dado su respaldo estructural y el apoyo de liquidez por parte del banco central, el reembolso no depende tanto de las liquidaciones de los activos de la reserva, por lo que puede entenderse que es menos necesario un enfoque preventivo para situaciones de crisis. Para las *stablecoins* no sistémicas tampoco se contemplan planes o medidas que anticipen la gestión de las crisis, considerando su tamaño y complejidad limitados y favoreciendo así a los emisores, por su menor carga regulatoria (véase cuadro 1).

## 5 Conclusiones

El valor de mercado y el volumen de transacciones del ecosistema de los criptoactivos mantienen una tendencia de crecimiento en los últimos años. Las *stablecoins* representan el 15 % de este mercado y, aunque por el momento no se aprecia un uso significativo fuera del ecosistema de los criptoactivos ni un grado elevado de interconexión con el resto del sistema financiero, su potencial escalabilidad hace pensar en la existencia de riesgos para los titulares y para la estabilidad financiera y la transmisión de la política monetaria, que pueden llegar a ser notables.

---

<sup>40</sup> GENIUS contiene un mandato para que las agencias federales estudien si los procedimientos estándar de insolvencia aplicados a los emisores resultan suficientes, o si es preciso articular requisitos o algún régimen de insolvencia específico.

Cuadro 1

Comparativa de las principales características de la regulación de *stablecoins*

|   | UE (MiCA)  | Estados Unidos (GENIUS)  | Reino Unido   |
|---|--|--|---|
| Ámbito de aplicación                                    | <i>Stablecoins</i> referenciadas a una única moneda <i>fiat</i> (EMT). MiCA también incluye <i>stablecoins</i> referenciadas a cualquier otro valor o derecho (ART), fuera del ámbito de este artículo.  | <i>Stablecoins</i> referenciadas a una única moneda.   | <i>Stablecoins</i> referenciadas a una única moneda.  |
| Entrada en vigor  | Junio de 2024.   | En la fecha más temprana entre enero de 2027 o 120 días tras la emisión de la regulación final por parte de las agencias competentes.  | Pendiente. Previsto en el fin de 2026 para la conclusión del proceso legislativo.   |
| Bancos como emisores                                    | Permitido.   | Solo a través de una filial.   | Permitido.  |
| Supervisión   | Autoridades nacionales y EBA (en el caso de las significativas).   | Para <i>stablecoins</i> federales el supervisor primario es la OCC. Otras agencias estatales (FDIC, NCUA, Fed) tienen competencias, según el tipo de emisor. Para las <i>stablecoins</i> estatales, el supervisor estatal correspondiente.   | FCA, para emisores no sistémicos, y compartida FCA-BoE, para sistémicos.  |
| Requerimientos de capital                               | Para emisores bancarios: requerimientos de solvencia propios.<br><br>Para emisores no bancarios: capital inicial mínimo de 350.000 euros y fondos propios equivalentes al 2% de la media de las <i>stablecoins</i> en circulación (3% si el emisor es significativo). Los supervisores pueden aumentar este requisito un 20% tras evaluar el riesgo del emisor.<br><br>Test de estrés de solvencia (trimestrales o semestrales, según significatividad), que pueden implicar incrementos de los requerimientos de capital. | 5 millones de USD (a) y colchón de capital propio para riesgos operativos (desarrollo OCC).  | Fondos propios al menos iguales al valor más alto entre i) 350.000€; ii) el 25% de los gastos fijos relevantes del ejercicio previo, y iii) el 2% del volumen medio emitido.<br><br>Para emisores sistémicos: capital operativo igual al mayor del i) coste de recuperación frente al mayor evento de pérdida plausible, o ii) seis meses de gastos operativos. Además, se exigen reservas segregadas en activos líquidos de alta calidad, adicionales a la reserva de activos, para cubrir a) el riesgo financiero de los activos de la reserva, y b) los costes de insolvencia. |
| Pago de intereses                                       | Prohibidos.  | Prohibidos.  | Prohibidos.   |
| Emisión en monedas distintas a las nacionales           | Permitido (sujeto a restricciones y deber de notificar al BCE).  | No especificado.   | Permitido para las <i>stablecoins</i> bajo supervisión de la FCA. Las sistémicas están referenciadas a la libra.  |
| Composición de la reserva (b)                           | Activos líquidos, bajo riesgo de crédito y mercado, denominados en la misma moneda que el EMT, y depósitos en entidades de crédito con límites a la concentración.   | Efectivo, depósitos a la vista en bancos supervisados, instrumentos de deuda pública estadounidense a corto plazo; <i>repos</i> garantizados con instrumentos de deuda; participaciones en MMF que inviertan en deuda pública y <i>repos</i> gubernamentales de muy corto vencimiento. | Depósitos a la vista y deuda pública a corto plazo (hasta un año). Otros instrumentos de mayor vencimiento, <i>repos</i> o fondos monetarios bajo ciertas condiciones. Para <i>stablecoins</i> sistémicas, 60% en deuda pública a corto plazo y 40% en depósitos no remunerados en el banco central.  |
| Requerimientos de liquidez de la reserva de activos (b) | Distintos <i>buckets</i> de liquidez, por vencimientos (diarios, semanales y otros). Un mínimo del 30% en depósitos bancarios (60% si es significativo). Test de liquidez mensuales, que pueden requerir mayores exigencias de liquidez.   | 100% de la reserva en instrumentos de plena liquidez y vencimiento medio inferior a 20 días, incluyendo efectivo, depósitos asegurados, <i>T-bills</i> con vencimiento máximo de 93 días, <i>repos</i> / <i>reverse repos</i> y MMF gubernamentales.                                   | Para no sistémicas: liquidez garantizada con instrumentos de cortísimo plazo. Para sistémicas: instrumentos públicos que permitan la conversión inmediata junto a facilidades de liquidez del BoE como <i>backstop</i> para limitar las ventas masivas.   |
| Custodia de la reserva (b)                              | Segregada del emisor en entidades independientes.  | Segregada del emisor en entidades independientes.  | Segregada del emisor en entidades independientes.   |
| Exigencia de exceso de valor de la reserva (b)          | Cobertura de al menos 1:1.   | Ratio 1:1.   | Ratio 1:1.  |

FUENTE: Elaboración propia.

a En fase de propuesta. Tras una fase inicial, el capital podrá ajustarse caso a caso según los riesgos y el desempeño.

b Los requerimientos sobre la reserva en el caso de la UE se refieren únicamente a emisores no bancarios. Los bancos no tienen obligación de constituir una reserva de activos.

Cuadro 1

**Comparativa de las principales características de la regulación de *stablecoins* (cont.)**

|  | UE (MiCA)   | Estados Unidos (GENIUS)  | Reino Unido   |
|--|---|--|---|
| Auditoría de la reserva (a)            | Cada seis meses.  | Examen (no auditoría) mensual.   | No se prevé.  |
| Condiciones de reembolso               | A la vista, a la par por su valor nominal.  | A la par por el valor monetario fijado. Reembolso como máximo en T+2.  | Reembolso a la par garantizado en todo momento, sin limitaciones ni importe mínimo. Reembolso como máximo en T+1 (para <i>stablecoins</i> sistémicas, en T+0).  |
| Comisiones de reembolso y limitaciones | No permitidas.  | Permitidas. Predefinidas contractualmente.   | Permitidas. Proporcionales a los costes operativos, sin superar el importe reembolsado ni trasladar pérdidas por venta de reservas al usuario.  |
| Planes de recuperación y resolución    | Planes de recuperación y reembolso con condiciones específicas para los emisores. | Régimen de insolvencia ordinario. Procedimiento reactivo por etapas ante incumplimiento sostenido, que puede dar lugar a la liquidación ordenada de la reserva de activos. | Conforme a la normativa general de insolvencias.  |
| Régimen de emisores extranjeros        | Exigencia de que la entidad sea europea.  | Un emisor extranjero puede operar en Estados Unidos si el Tesoro aprueba la equivalencia de la normativa y el emisor se registra en la OCC.                                | Para <i>stablecoins</i> no sistémicas, pueden operar emisores extranjeros que cumplan los requerimientos nacionales. Los emisores sistémicos deben crear una entidad británica y mantener las reservas en el Reino Unido. |

FUENTE: Elaboración propia.

a Los requerimientos sobre la reserva en el caso de la UE se refieren únicamente a emisores no bancarios. Los bancos no tienen obligación de constituir una reserva de activos.

Las regulaciones nacionales, basadas en las directrices marcadas desde el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), han abordado algunos de estos aspectos, aunque aún existen lagunas, relacionadas con la heterogeneidad de algunos aspectos de la regulación y, sobre todo, con una coordinación supranacional que, a nuestro modo de ver, resulta insuficiente para cubrir la naturaleza global de las *stablecoins*.

En términos generales, los marcos regulatorios de la Unión Europea, Estados Unidos y el Reino Unido comparten objetivos comunes en cuanto a protección al consumidor y estabilidad financiera y evitan coartar la innovación financiera. Asimismo, la base de las distintas regulaciones es similar —exigencia y garantía de reembolso; reserva compuesta por activos estables, líquidos y a corto plazo y segregada del emisor, y régimen de licencia y autorización relativamente acotado—. Sin embargo, los detalles que las diferencian reflejan las distintas opciones de política regulatoria y variaciones en algunos de los objetivos de cada una de ellas.

Así, la manera de abordar las interconexiones con el sistema financiero, el establecimiento de requerimientos generalizados a todos los emisores o en función de su potencial sistémico, la apertura a emisores extranjeros, la composición de las reservas o el mayor o menor detalle de los requerimientos de solvencia, supervisión y planes de recuperación y resolución reflejan distintas prioridades regulatorias.

Por ejemplo, la propuesta europea ha optado por un sistema con menor presión directa sobre los mercados soberanos, pero con una mayor exposición al sector bancario. Configura la reserva en depósitos bancarios como elemento clave para garantizar la liquidez y la estabilidad del valor, a la vez que reduce la exposición a los mercados de deuda soberana o de otros activos. Sin embargo, esta opción presenta riesgos de contagio en situaciones de estrés para el sistema financiero, por lo que se han articulado algunas medidas para su mitigación.

Además, el papel de los bancos como emisores, y también como titulares de *stablecoins*, adquiere una dimensión fundamental debido a su papel de intermediarios financieros. En este aspecto, la regulación prudencial desarrollada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) establece un marco común de condiciones y requerimientos que clasifican los criptoactivos en función de su riesgo y establecen los requerimientos de capital para cada uno de ellos. El hecho de que dicha regulación esté aún pendiente de implementación por parte de la mayoría de las jurisdicciones, una vez vencida la fecha de implementación (enero de 2026), demuestra la divergencia y heterogeneidad en la regulación de los criptoactivos.

Otros detalles, como permitir el cobro de comisiones, o los plazos de reembolso, pueden dar lugar a arbitraje entre titulares y operadores, generando desequilibrios, especialmente en un ecosistema tan globalizado y en el que uno de los objetivos es la velocidad y abaratamiento de las transferencias internacionales. El ejemplo más claro se observa en los esquemas multiemisión, en los que la capacidad de reembolso en distintas jurisdicciones de tokens fungibles podría generar desequilibrios de liquidez a los emisores si no se garantiza la movilidad eficaz de los fondos de la reserva.

Un aspecto adicional que hay que tener en cuenta es que, pese a la existencia de regulación o de planes para disponer de ella, el grado de desarrollo actual y los plazos de entrada en vigor difieren considerablemente. En un ecosistema globalizado, esto introduce reglas de juego desiguales y cuestiones de competitividad que son aprovechadas por los agentes para emitir y operar en aquellas jurisdicciones donde el equilibrio entre seguridad jurídica y exigencia de requerimientos les resulta más favorable.

Todo ello deja abiertos canales de transmisión de vulnerabilidades, que podrían afectar a la estabilidad financiera. Al ya comentado riesgo de liquidez —y quiebra— del emisor, y a la potencial erosión de los depósitos bancarios, se suman los problemas derivados de una conversión masiva de los activos de la reserva para obtener liquidez, o los potenciales problemas de transmisión de la política monetaria si el uso de las *stablecoins* comenzase a extenderse.

La respuesta regulatoria, bajo nuestro punto de vista, pasa por alcanzar una armonización internacional a nivel regulatorio y una coordinación supervisora en torno a regímenes de equivalencia y reciprocidad. Como hemos analizado, las diferencias entre los marcos regulatorios no son tan grandes y, por tanto, no son insalvables. La existencia de distintos objetivos de regulación se podría superar mediante acuerdos de cooperación o el establecimiento de colegios supervisores, aunque para ello sería necesaria una voluntad política.

## BIBLIOGRAFÍA

- Adrian, Tobias, Parma Bains, Marianne Bechara, Eugenio M. Cerutti, Stephanie Forte, Federico Grinberg, Alessandro Gullo, Martina Hengge, Kathleen Kao, Tommaso Mancini-Griffoli, Soledad Martínez Peria, Marcello Miccoli, Marco Reuter y Nobuyasu Sugimoto. (2025). "Understanding Stablecoins". Departmental Paper - International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798229024075.087>
- Ahmed, Rashad, James A. Clouse, Fabio Natalucci, Alessandro Rebucci y Geyue Sun. (2025). "Stablecoins: A Revolutionary Payment Technology with Financial Risks". NBER Working Paper, 34475, National Bureau of Economic Research. [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w34475/w34475.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w34475/w34475.pdf)
- Aldasoro, Iñaki, Perry Mehrling y Daniel H. Neilson. (2023). "On Par: A Money View of Stablecoin". BIS Working Papers, 1146, Banco de Pagos Internacionales. <https://www.bis.org/publ/work1146.htm>
- Anadu, Kenekchukwu E., Patrick E. McCabe, J. P. Pérez-Sangimino y Nathan Swem. (2026). "A Framework for Understanding the Vulnerabilities of New Money-Like Products". Supervisory Research and Analysis Working Paper SRA 26-01, Federal Reserve Bank of Boston. <https://doi.org/10.17016/FEDS.2026.002>
- Anguren, Rebeca, José García Alcorta, Lucas García Calvo, Diego Hernández García y Eva Valdeolivas. (2023). "La regulación de los criptoactivos en el marco internacional y europeo en curso". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 44. <https://doi.org/10.53479/30054>
- Autoridad de Regulación Prudencial. (2023). "Letter from David Bailey, Nathanaël Benjamin and Vicky Saporta on 'Innovations in the use by deposit-takers of deposits, e-money and regulated stablecoins'". <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/letter/2023/innovations-in-the-use-of-deposits-emoncy-and-regulated-stablecoins>
- Ayuso, Juan, y Carlos Conesa. (2020). "Una introducción al debate actual sobre la moneda digital del banco central (CBDC)". Documentos Ocasionales, 2005, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10443>
- Banco Central Europeo. (2025). "An Overview of the ECB's Monetary Policy Strategy". [https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/strategy-review/ecb.strategyreview202506\\_strategy\\_overview.en.html](https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/strategy-review/ecb.strategyreview202506_strategy_overview.en.html)
- Bank of England. (2025). "Proposed regulatory regime for sterling-denominated systemic stablecoins". Consultation paper. <https://www.bankofengland.co.uk/paper/2025/cp/proposed-regulatory-regime-for-sterling-denominated-systemic-stablecoins>
- Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado. (2019). "Investigating the impact of global stablecoins". <https://www.bis.org/cpmi/publ/d187.htm>
- Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado y Banco de Pagos Internacionales. (2018). "Monedas digitales emitidas por bancos centrales". CPMI Papers, 174. [https://www.bis.org/cpmi/publ/d174\\_es.pdf](https://www.bis.org/cpmi/publ/d174_es.pdf)
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. (2024). "SCO60. Cryptoasset exposures". [https://www.bis.org/basel\\_framework/chapter/SCO/60.htm](https://www.bis.org/basel_framework/chapter/SCO/60.htm)
- Consejo de Estabilidad Financiera. (2023). "High-level Recommendations for the Regulation, Supervision and Oversight of Global Stablecoin Arrangements". Final report. <https://www.fsb.org/uploads/P170723-3.pdf>
- Consejo de Estabilidad Financiera. (2025). "Thematic Review on FSB Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities". Peer review report. <https://www.fsb.org/uploads/P161025-1.pdf>
- Drechsler, Itamar, Alexi Savov y Philipp Schnabl. (2017). "The Deposits Channel of Monetary Policy". *The Quarterly Journal of Economics*, 132(4), pp. 1819-1876. <https://doi.org/10.1093/qje/qjx019>
- Federal Register. (2025). "Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology". *Federal Register*, vol. 90(20), p. 8647, 31 de enero. <https://www.federalregister.gov/documents/2025/01/31/2025-02123/strengthening-american-leadership-in-digital-financial-technology>
- Financial Conduct Authority. (2025a). "CP25/14 – Stablecoin issuance and cryptoasset custody". Consultation Paper. <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp25-14.pdf>
- Financial Conduct Authority. (2025b). "CP25/15 – A Prudential regime for cryptoasset firms". Consultation Paper. <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp25-15.pdf>
- Fondo Monetario Internacional. (2020). "Digital Money Across Borders: Macro-Financial Implications". <https://doi.org/10.5089/9781513559209.007>

- Hernández de Cos, Pablo. (2026). *Stablecoins: Framing the debate* [Discurso]. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/speeches/sp260420.htm>
- Junta Europea de Riesgo Sistémico. (2025a). "Crypto-assets and Decentralised Finance : Report on stablecoins, crypto-investment products and multifunction groups : October 2025". <https://doi.org/10.2849/6616962>
- Junta Europea de Riesgo Sistémico. (2025b). "Recommendation of the European Systemic Risk Board (ESRB/2025/9)". *Official Journal of the European Union*, C/2025/6342. [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb\\_recommendation251020.en.pdf?dee2fc04d4095d477840f6dddcbcf14a](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb_recommendation251020.en.pdf?dee2fc04d4095d477840f6dddcbcf14a)
- Massimo Ferrari Miñeso y Daniele Siena. (2026). "Private Money and Public Debt: U.S. Stablecoins and the Global Safe Asset Channel". ECB Working Paper, 3174. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp3174~d4cc1da5a8.en.pdf>
- Office of the Comptroller of the Currency. (2026). "GENIUS Act Regulations: Notice of Proposed Rulemaking". <https://www.occ.treas.gov/news-issuances/federal-register/2026/91fr10202.pdf>
- Reuter, Marco, Itai Agur, Alexander Copestake, María Soledad Martínez Peria y Ken Teoh. (2025). "Payment Frictions, Capital Flows, and Exchange Rates". IMF Working Paper, 2025/171. <https://doi.org/10.5089/9798229022521.001>

## Cómo citar este documento

García Calvo, Lucas, y Diego Hernández García. (2026). "Stablecoins y política regulatoria: análisis comparado de la regulación en Estados Unidos, el Reino Unido y la Unión Europea". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 50, primavera. <https://doi.org/10.53479/43292>