Departamento del Tesoro de EEUU - Informe sobre monedas estables

Grupo de Trabajo del presidente sobre Mercados Financieros, la Corporación Federal de Seguros de Depósitos y la Oficina del Contralor de la Moneda Informe sobre Monedas Estables.



INFORME INTERINSTITUCIONAL SOBRE STABLECOINS

Resumen Ejecutivo

Las stablecoins son activos digitales que están diseñados para mantener un valor estable en relación con una moneda nacional u otros activos de referencia. Hoy en día, las stablecoins se utilizan principalmente en los Estados Unidos para facilitar el comercio, préstamo o préstamo de otros activos digitales, predominantemente en o a través de plataformas de comercio de activos digitales. Los defensores creen que las monedas estables podrían ser ampliamente utilizadas por los hogares y las empresas como medio de pago. Si están bien diseñadas y reguladas adecuadamente, las stablecoins podrían admitir opciones de pago más rápidas, más eficientes y más inclusivas. Además, la transición a un uso más amplio de las stablecoins como medio de pago podría ocurrir rápidamente debido a los efectos de red o las relaciones entre las stablecoins y las bases de usuarios o plataformas existentes.

Las stablecoins y las actividades relacionadas con las stablecoins presentan una variedad de riesgos. El comercio especulativo de activos digitales,**1** que puede implicar el uso de monedas estables para moverse fácilmente entre plataformas de activos digitales o en acuerdos de finanzas descentralizadas (DeFi), presenta riesgos relacionados con la integridad del mercado y la protección del inversor. Estos riesgos de integridad del mercado y protección del inversor abarcan el posible fraude y la mala conducta en el comercio de activos digitales, incluida la manipulación del mercado, el uso de información privilegiada y el front running, así como la falta de transparencia comercial o de precios. Cuando estas actividades implican relaciones complejas o cantidades significativas de apalancamiento, también puede haber riesgos para el sistema financiero en general. Además, las plataformas de negociación de activos digitales y otros participantes del mercado desempeñan un papel clave para proporcionar acceso a stablecoins y liquidez en el mercado de stablecoins. En la medida en que la actividad relacionada con los activos digitales caiga bajo la jurisdicción de la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) y la Comisión de Comercio de Futuros de Productos Básicos (CFTC), la SEC y la CFTC tienen amplias autoridades de aplicación, elaboración de normas y supervisión que pueden abordar algunas de estas preocupaciones (para obtener más detalles, consulte Plataformas de negociación de activos digitales y DeFi).

Las monedas estables también plantean preocupaciones financieras ilícitas y riesgos para la integridad financiera, incluidas las preocupaciones relacionadas con el cumplimiento de las normas que rigen la lucha contra el lavado de dinero (AML) y la lucha contra el financiamiento del terrorismo (CFT) y la proliferación. Para prevenir el uso indebido de monedas estables y otros activos digitales por parte de actores ilícitos, el Tesoro continuará liderando los esfuerzos en el Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI) para alentar a los países a implementar las normas internacionales al menos de capital / CFT y buscar recursos adicionales para apoyar la supervisión de las regulaciones nacionales de ALD / CFT. Las preocupaciones sobre las finanzas ilícitas y las recomendaciones para mitigar los riesgos de las finanzas ilícitas se analizan con más detalle en Riesgo de las finanzas ilícitas.

Además de la integridad del mercado, la protección de los inversores y las preocupaciones financieras ilícitas, el potencial de un mayor uso de monedas estables como medio de pago plantea una serie de preocupaciones prudenciales. Si los emisores de stablecoin no cumplen con una solicitud para canjear una stablecoin, o si los usuarios pierden la confianza en la capacidad de un emisor de stablecoin para cumplir con dicha solicitud, podría ocurrir una ejecución del acuerdo que puede resultar en daño a los usuarios y al sistema financiero en general. Además, en la medida en que las stablecoins se utilizan ampliamente para facilitar los pagos, las interrupciones en la cadena de pago que permiten que las stablecoins se transfieran entre los usuarios podrían conducir a una pérdida de eficiencia y seguridad de los pagos y socavar el funcionamiento de la economía en general. El potencial de los acuerdos de stablecoin para escalar rápidamente plantea problemas adicionales relacionados con el riesgo sistémico y la concentración del poder económico.

Existen brechas clave en la autoridad prudencial sobre las monedas estables utilizadas para fines de pago. Este informe se centra en analizar los riesgos prudenciales planteados por las stablecoins utilizadas como medio de pago y proporciona recomendaciones para abordar estas brechas.**2** Estas recomendaciones prudenciales se aplican a las "stablecoins de pago", definidas como aquellas stablecoins que están diseñadas para mantener un valor estable en relación con una moneda fiduciaria y, por lo tanto, tienen el potencial de ser utilizadas como un medio de pago generalizado. Estas stablecoins a menudo, aunque no siempre, se caracterizan por una promesa o expectativa de que la stablecoin se puede canjear uno a uno por moneda fiduciaria.

Para abordar los riesgos prudenciales de las monedas estables de pago, el Grupo de Trabajo del Presidente sobre Mercados Financieros (PWG),**3** junto con la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC) y la Oficina del Contralor de la Moneda (OCC) (en conjunto, las agencias) recomiendan que el Congreso actúe con prontitud para promulgar legislación que garantice que las monedas estables de pago y los acuerdos de monedas estables de pago estén sujetos a un marco prudencial federal de manera consistente e integral. Debido a que las monedas estables de pago son un tipo de instrumento financiero emergente y de rápido desarrollo, la legislación debe proporcionar a los reguladores flexibilidad para responder a los desarrollos futuros y abordar adecuadamente los riesgos en una variedad de estructuras organizativas. Dicha legislación complementaría las autoridades existentes con respecto a la integridad del mercado, la protección de los inversores y las finanzas ilícitas, y abordaría las principales preocupaciones prudenciales:

• Para hacer frente a los riesgos para los usuarios de stablecoin y protegerse contra las corridas de stablecoins, la legislación debe exigir que los emisores de stablecoins sean instituciones de depósito aseguradas, que están sujetas a la supervisión y regulación adecuadas, a nivel de la institución de depósito y de la sociedad de cartera.

• Para abordar las preocupaciones sobre el riesgo del sistema de pago, además de los requisitos para los emisores de monedas estables, la legislación debe exigir que los proveedores de billeteras de custodia**4** estén sujetos a una supervisión federal adecuada. El Congreso también debe proporcionar al supervisor federal de un emisor de stablecoin la autoridad para exigir a cualquier entidad que realice actividades que sean críticas para el funcionamiento del acuerdo de stablecoin que cumpla con los estándares apropiados de gestión de riesgos.

• Para abordar las preocupaciones adicionales sobre el riesgo sistémico y la concentración del poder económico, la legislación debe exigir que los emisores de monedas estables cumplan con las restricciones de actividades que limitan la afiliación con entidades comerciales. Los supervisores deben tener autoridad para implementar estándares que promuevan la interoperabilidad entre las monedas estables. Además, el Congreso tal vez desee considerar otras normas para los proveedores de billeteras de custodia, como los límites a la afiliación con entidades comerciales o al uso de los datos de transacción de los usuarios.

A corto plazo, las agencias se comprometen a tomar medidas para abordar los riesgos que caen dentro de la jurisdicción de cada agencia, incluidos los esfuerzos para garantizar que las monedas estables y las actividades relacionadas cumplan con las obligaciones legales existentes, así como la coordinación y colaboración continuas en temas de interés común.

Además, en ausencia de acción del Congreso, que se necesita con urgencia para abordar los riesgos prudenciales inherentes a las monedas estables de pago, las agencias recomiendan que el Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera (Consejo) considere los pasos disponibles para abordar los riesgos descritos en este informe. Tales pasos pueden incluir la designación de ciertas actividades realizadas dentro de un acuerdo de moneda estable como, o tan probable que se conviertan, en actividades de pago, compensación y liquidación sistémicamente importantes.

El rápido crecimiento de las monedas estables aumenta la urgencia de este trabajo. La falta de acción corre el riesgo de crecimiento de las monedas estables de pago sin una protección adecuada para los usuarios, el sistema financiero y la economía en general. Por el contrario, un marco regulatorio que respalde la confianza en las monedas estables de pago, en tiempos normales y en períodos de estrés, podría aumentar la probabilidad de que las monedas estables respalden opciones de pagos beneficiosas. Las recomendaciones de este informe se basan en el trabajo de los foros internacionales, incluido el Consejo de Estabilidad Financiera, sobre los acuerdos de monedas estables. Consulte las Normas Internacionales para obtener más detalles.

Si bien el alcance de este informe se limita a las monedas estables, el trabajo sobre activos digitales y otras innovaciones relacionadas con la tecnología criptográfica y de contabilidad distribuida está en curso en toda la Administración. La Administración y los organismos reguladores financieros seguirán colaborando estrechamente en formas de fomentar la innovación financiera responsable, promover enfoques normativos coherentes e identificar y abordar los riesgos potenciales que surjan de dicha innovación.

El resto de este informe está organizado de la siguiente manera: la Parte I proporciona antecedentes sobre las monedas estables, centrándose en los mecanismos que apoyan la creación y el canje de monedas estables, la transferencia y el almacenamiento de monedas estables, y las actividades y los participantes necesarios para apoyar un acuerdo de monedas estables; La parte II del informe describe los principales riesgos prudenciales y las lagunas reglamentarias prudenciales, relacionadas con el uso de monedas estables como medio de pago; y en la Parte III se describen las recomendaciones de los organismos para hacer frente a los riesgos prudenciales.

I Antecedentes

Creación y Redención de la Stablecoin

Las monedas estables generalmente se crean, o "acuñan", a cambio de la moneda fiduciaria que un emisor recibe de un usuario o tercero. Para mantener un valor estable en relación con la moneda fiduciaria, muchas monedas estables ofrecen una promesa o expectativa de que la moneda se puede canjear a la par a pedido. Estas monedas estables a menudo se anuncian como respaldadas o garantizadas por una variedad de "activos de reserva".**5** Sin embargo, no existen normas relativas a la composición de los activos de reserva de stablecoin, y la información puesta a disposición del público sobre los activos de reserva del emisor no es coherente en todos los acuerdos de stablecoin en cuanto a su contenido o la frecuencia de su liberación. Sobre la base de la información disponible, las monedas estables difieren en el riesgo de sus activos de reserva, ya que algunos acuerdos de monedas estables supuestamente mantienen prácticamente todos los activos de reserva en depósitos en instituciones de depósito aseguradas**6** o en letras del Tesoro de los Estados Unidos, y otros que supuestamente poseen activos de reserva más riesgosos, incluidos papeles comerciales, bonos corporativos y municipales, y otros activos digitales.

Los derechos de redención de stablecoin también pueden variar considerablemente, tanto en términos de quién puede presentar una stablecoin a un emisor para su reembolso como de si existen límites en la cantidad de monedas que se pueden canjear.**7** Algunos emisores están autorizados bajo los términos del acuerdo a posponer los pagos de reembolso durante siete días, o incluso a suspender los reembolsos en cualquier momento. dando lugar a una considerable incertidumbre sobre el momento de las redenciones. Como otro punto de variación, las stablecoins también difieren en la naturaleza de la reclamación proporcionada al usuario, con algunas proporcionando una reclamación sobre el emisor y otras no proporcionando derechos de reembolso directo a los usuarios.**8** Además, la capacidad de los usuarios para canjear su stablecoin puede verse afectada por otros aspectos del acuerdo de stablecoin, incluida la capacidad de transferir los ingresos de cualquier reembolso al sistema bancario.

En comparación, un depósito a la vista mantenido en una institución de depósito asegurada es un reclamo al banco emisor que otorga al depositante el derecho a recibir dólares estadounidenses a pedido. El valor de este siniestro está asegurado hasta ciertas cantidades y tiene derecho a la preferencia del depositante en la resolución. Además, la entidad emisora puede acceder a liquidez de emergencia y está sujeta de forma continua a una supervisión y regulación destinadas a limitar el riesgo del balance y las operaciones del emisor.

Transferencia y almacenamiento de la Stablecoin

Para ser útil como medio de pago, una stablecoin también debe ser fácilmente transferible con un mecanismo confiable y preciso para transferir la propiedad. Los acuerdos de stablecoin generalmente facilitan la transferencia de monedas entre o entre los usuarios del acuerdo de stablecoin, haciendo que los emisores y otros participantes registren la transferencia ya sea "en los libros" del proveedor de billetera (para transacciones entre usuarios del mismo proveedor de billetera)**9** o en el libro mayor distribuido (para transacciones que involucran a usuarios de diferentes billeteras).**10** En este sentido, pueden facilitar la transferencia de valor como en los sistemas de pago.**11** Más específicamente, los procesos de pago subyacentes tanto al libro mayor distribuido como a los sistemas de pago tradicionales comparten similitudes, en el sentido de que cada uno de ellos se basa en los siguientes pasos conceptuales: (1) inicio del pago, generalmente a través de un mensaje a la red de pago, (2) validación o verificación de la integridad del mensaje y las condiciones para la liquidación (por ejemplo, fondos suficientes), y (3) liquidación de la transacción, en la que se transfiere valor y se cumple la obligación.

Muchas de las stablecoins actualmente en circulación están respaldadas por redes de "blockchain pública".**12** Los beneficios e inconvenientes potenciales inherentes a cualquier tecnología de red distribuida están presentes en este tipo de acuerdos de stablecoin, como la transparencia proporcionada por un libro mayor público. En particular, el proceso para que las cadenas de bloques públicas lleguen a un acuerdo sobre las actualizaciones del libro mayor generalmente implica que los operadores de nodos se comuniquen y validen las transacciones y luego acuerden una nueva versión del libro mayor (a menudo denominado consenso).**13** En comparación con un sistema centralizado tradicional, ciertas redes públicas de cadenas de bloques están diseñadas para requerir mayores recursos computacionales para lograr el consenso. lo que a su vez limita la capacidad de la red para el rendimiento de las transacciones (es decir, el número máximo de transacciones que pueden procesarse por segundo) y puede ser más costosa e intensiva en energía que los sistemas de pago tradicionales.**14** A diferencia de las cadenas de bloques públicas, las "cadenas de bloques autorizadas" no permiten dicho acceso abierto y directo al libro mayor distribuido.**15** En comparación con las cadenas de bloques públicas, Las cadenas de bloques autorizadas pueden ofrecer más certeza sobre quién es responsable de monitorear la red y cumplir con las reglas de la red (por ejemplo, procesar solo transacciones válidas) y, por lo tanto, una liquidación más rápida y predecible. Sin embargo, dependiendo del diseño, también pueden ofrecer menos transparencia y seguridad.

Como otro punto de variación entre las stablecoins, en algunos acuerdos de stablecoins, los usuarios individuales pueden mantener y gastar directamente las stablecoins que poseen sin depender de un custodio externo o proveedor de billetera de custodia.**16** En estos casos, las stablecoins son similares a los activos al portador que se pueden transferir de igual a igual entre aquellos que mantienen una dirección en la red blockchain apropiada. En contraste, solo se puede acceder a otros tipos de acuerdos de stablecoins teniendo una cuenta con un proveedor de billetera. En estos acuerdos, un grupo limitado de participantes es responsable de transferir activos en nombre de los titulares de cuentas.

A diferencia de la mayoría de las monedas estables, los sistemas tradicionales de pagos minoristas no monetarios, es decir, cheques, cámara de compensación automatizada (ACH) y transacciones con tarjetas de crédito, débito o prepago, dependen de las instituciones financieras para una o más partes de este proceso, y cada institución financiera mantiene su propio libro mayor de transacciones que se compara con los libros de contabilidad mantenidos en otras instituciones e intermediarios. Juntos, estos sistemas procesan más de 600 millones de transacciones por día.**17** En 2018, el número de pagos no monetarios por parte de consumidores y empresas alcanzó los 174.2 mil millones, y el valor de estos pagos ascendió a $ 97.04 billones.**18** El riesgo de fraude o casos de error se rige por las leyes estatales y federales, y dentro de los límites de estas leyes, las reglas transparentes que rigen la participación en la red de pagos pueden proporcionar una asignación de pérdidas de manera más general con respecto a los fondos participantes. instituciones.**19** Por ejemplo, estas reglas de la red de pago rigen el orden en que se procesan las transacciones y limitan la responsabilidad del cliente por transacciones no autorizadas.

Actividades y participantes en acuerdos de stablecoin

Las funciones clave realizadas por un acuerdo de stablecoin, como se describió anteriormente, (1) creación y redención de stablecoin, (2) su transferencia entre partes y (3) almacenamiento de stablecoin por parte de los usuarios, generalmente implican una variedad de actividades diferentes. Si bien existe cierta variación entre los acuerdos de stablecoin, estas funciones clave generalmente están respaldadas por las siguientes actividades:

• **Gobernanza:** las funciones de gobernanza incluyen definir y garantizar el cumplimiento de los estándares relacionados con la compra, el canje, la tenencia y la transferencia de monedas estables.

• **Gestión de activos de reserva:** los acuerdos de stablecoin que están respaldados por activos de reserva generalmente definen los estándares para la composición de esos activos y pretenden garantizar una relación de uno a uno entre los activos de reserva y el valor nominal de las stablecoins en circulación. La gestión de los activos de reserva implica tomar decisiones de inversión con respecto a la reserva, incluso con respecto al riesgo de los activos.

• **Custodia de activos de reserva:** las monedas estables que están respaldadas por activos de reserva generalmente requieren que un custodio o fideicomiso adquiera y mantenga los activos y ejecute transacciones para facilitar la gestión de activos de reserva, en cumplimiento con los estándares para activos de reserva descritos anteriormente.

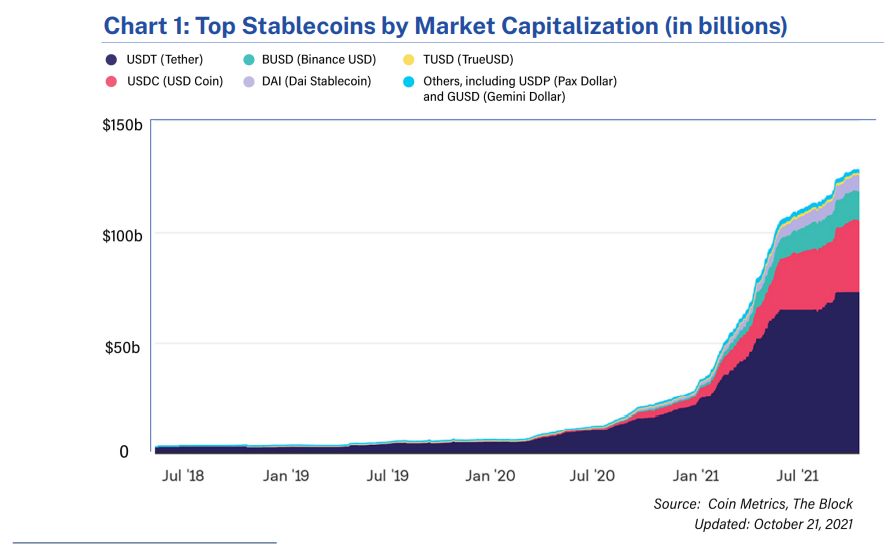
• **Liquidación:** las transferencias de activos digitales como stablecoins en un libro mayor distribuido requieren que otras partes procesen transacciones de stablecoin (por ejemplo, para participar en la autenticación y validación) y, para las transacciones en cadena, actualicen el libro mayor de acuerdo con el protocolo subyacente.

**• Distribución**: la distribución de la stablecoin a los usuarios, como consumidores y empresas, implica proporcionar canales de acceso y otros servicios que permitan a los usuarios obtener, mantener y realizar transacciones en la stablecoin.

Estas actividades pueden ser llevadas a cabo por una o más partes y pueden ser altamente distribuidas y complejas. Por ejemplo, una parte (o conjunto de partes) puede ser responsable de los aspectos de la gobernanza, otra de la acuñación y quema de monedas, otra de la operación, validación o liquidación del libro mayor distribuido, otra de la gestión de reservas y otras de la interacción con los usuarios de la moneda. Si bien muchas de estas actividades generalmente son llevadas a cabo por un emisor de stablecoin y sus agentes, otras pueden ser realizadas por terceros. Por ejemplo, con respecto a la distribución, los usuarios de stablecoin pueden optar por confiar en los proveedores de billeteras o intercambios para facilitar sus actividades de tenencia y comercio de stablecoins, como la comunicación de transacciones de stablecoin al libro mayor distribuido. En particular, los usuarios pueden optar por confiar en los proveedores de billeteras de custodia para mantener y facilitar la transferencia de stablecoins en su nombre. Dependiendo del acuerdo y sus términos, los usuarios de una stablecoin de pago pueden tener solo derechos limitados, si los hay, que pueden hacer valer contra el emisor de stablecoin; su recurso podría limitarse a su proveedor de billetera de custodia.

Uso de Stablecoins

La capitalización de mercado de las stablecoins emitidas por los mayores emisores de stablecoins superó los $ 127 mil millones a partir de octubre de 2021. Esta cantidad refleja un aumento de casi el 500 por ciento durante los doce meses anteriores.**20** El mercado actual consiste en gran medida en unas pocas grandes monedas estables vinculadas al dólar estadounidense.



En el momento de la publicación de este informe, las monedas estables se utilizan predominantemente en los Estados Unidos para facilitar el comercio, los préstamos y el préstamo de otros activos digitales. Por ejemplo, las monedas estables permiten a los participantes del mercado participar en el comercio especulativo de activos digitales y moverse fácilmente entre las plataformas y aplicaciones de activos digitales, reduciendo la necesidad de monedas fiduciarias e instituciones financieras tradicionales. Las monedas estables también permiten a los usuarios almacenar y transferir valor asociado con el comercio de activos digitales, préstamos y préstamos dentro del entorno del libro mayor distribuido, lo que también reduce la necesidad de monedas fiduciarias e instituciones financieras tradicionales. Actualmente, las plataformas de comercio de activos digitales y otros intermediarios también desempeñan un papel clave para proporcionar acceso y permitir el comercio de monedas estables, así como en los mecanismos de estabilización de los acuerdos de monedas estables. Consulte Plataformas de negociación de activos digitales y DeFi.

Más allá del comercio de activos digitales, varios emisores de stablecoins existentes y entidades con proyectos de stablecoin en desarrollo tienen la ambición declarada de que las stablecoins que crean sean utilizadas ampliamente por los usuarios minoristas para pagar bienes y servicios, por las corporaciones en el contexto de los pagos de la cadena de suministro y en el contexto de las remesas internacionales. La medida en que las stablecoins se utilizarán para estos fines es difícil de predecir y es probable que dependa de la conveniencia de las opciones de servicio, la competitividad de los costos de transacción de stablecoin y la confianza de los usuarios en el emisor de stablecoin, incluida la confianza en la capacidad del emisor para mantener un valor estable y facilitar el reembolso. Sin embargo, la transición a un uso más generalizado podría ocurrir rápidamente, por ejemplo, debido a los efectos de red o la capacidad de las monedas estables para expandirse a través de las relaciones con las bases de usuarios o plataformas existentes.

*Plataformas de negociación de activos digitales y DeFi*

*Esta sección se centra en las actividades y los riesgos relacionados de las plataformas de negociación de activos digitales y DeFi, y en las interacciones entre las monedas estables y las plataformas de negociación de activos digitales y DeFi. Las plataformas de comercio de activos digitales y DeFi dependen de las monedas estables para facilitar los préstamos, los préstamos y el comercio. Al mismo tiempo, las plataformas de comercio de activos digitales y DeFi también desempeñan un papel importante en el funcionamiento actual de las monedas estables. Las plataformas de negociación de activos digitales y DeFi también plantean preguntas más amplias sobre la regulación, supervisión y aplicación del mercado de activos digitales. Estas preguntas están siendo consideradas activamente por la CFTC y la SEC, pero no son objeto de las recomendaciones de este informe.*

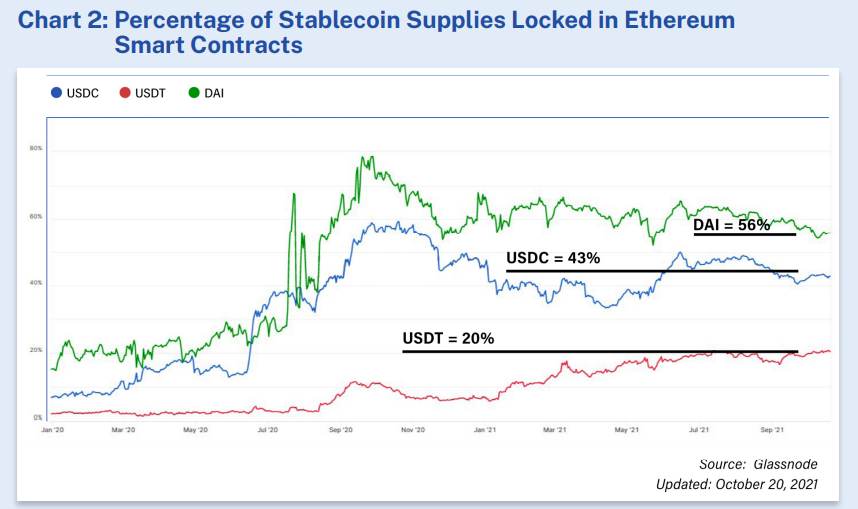
*Background*

*Las stablecoins facilitan un volumen grande y creciente de comercio de activos digitales al permitir a los participantes del mercado convertir rápidamente activos digitales volátiles en un activo digital con más estabilidad percibida, y viceversa; proporcionar un activo digital con más estabilidad percibida para transferir a través de plataformas sin el uso de monedas nacionales y reducir la necesidad de instituciones financieras tradicionales; y servir como fuente de garantía contra la cual los participantes del mercado pueden pedir prestado para financiar actividades adicionales, a veces utilizando un apalancamiento extremadamente alto. Los participantes del mercado también utilizan stablecoins para obtener rendimiento mediante la transferencia de stablecoins a plataformas de negociación de activos digitales, o mediante el uso de stablecoins para servir como garantía para préstamos y transacciones con margen, a cambio de intereses o rendimientos. Como evidencia de la importancia de las stablecoins para el mercado de activos digitales, las stablecoins se encuentran entre los activos más negociados como porcentaje del volumen total en varios grandes lugares que permiten el comercio de activos digitales.*

*Las monedas estables emitidas por una entidad privada y utilizadas para fines de negociación, préstamo o préstamo tienen riesgos únicos asociados con la actividad del mercado secundario y los participantes del mercado más allá del propio emisor de monedas estables. Los acuerdos de stablecoin generalmente requieren un mecanismo de distribución a los usuarios finales y un mecanismo de recompra o conversión de las stablecoins en moneda nacional. Estas actividades a menudo son realizadas por participantes del mercado que no son el emisor de stablecoin. Por ejemplo, en lugar de acuñar o canjear stablecoins a través del emisor, la mayoría de los participantes del mercado confían en las plataformas de comercio de activos digitales para intercambiar stablecoins con monedas nacionales (o incluso otras stablecoins). La clave para algunos acuerdos de monedas estables basadas en moneda nacional son las actividades de arbitraje de los participantes en el mercado. El comercio activo de stablecoins entre las partes es parte del mecanismo de estabilización esencial para mantener el precio de la stablecoin cerca o en el valor vinculado. Las plataformas de comercio de activos digitales generalmente tienen monedas estables para sus clientes en billeteras de custodia ómnibus no segregadas y reflejan las operaciones en registros internos (fuera de la cadena). Estas plataformas y sus afiliados también pueden tener tenencias significativas de stablecoins, que pueden mezclarse con las stablecoins de sus clientes. La plataforma o sus afiliados también pueden participar en el comercio activo, sobre una base principal, de las monedas estables que distribuyen y como creadores de mercado, sin ninguna divulgación o supervisión o restricción de estas actividades comerciales patentadas.*

*DeFi*

*Las monedas estables también desempeñan un papel central en la facilitación del comercio, los préstamos y la actividad de préstamos en DeFi. "DeFi" se refiere en términos generales a una variedad de productos financieros, servicios, actividades y arreglos respaldados por la tecnología de contabilidad distribuida habilitada para contratos inteligentes. Esta tecnología puede reducir el uso de intermediarios financieros tradicionales e instituciones centralizadas para realizar ciertas funciones, aunque el grado de descentralización en Todo DeFi difiere ampliamente. En algunos casos, a pesar de las afirmaciones de descentralización, las operaciones y actividades dentro de DeFi están altamente concentradas y, gobernadas o administradas por, un pequeño grupo de desarrolladores y / o inversores. A pesar de algunas distinciones afirmadas de productos, servicios y actividades financieras más tradicionales o centralizadas, los acuerdos DeFi a menudo ofrecen los mismos productos, servicios y actividades similares, y plantean una protección similar de los inversores y los consumidores, la integridad del mercado y las preocupaciones políticas. Las monedas estables son fundamentales para el funcionamiento de DeFi, ya que a menudo se utilizan en los acuerdos DeFi para facilitar el comercio o como garantía para préstamos y préstamos. Por ejemplo, las monedas estables a menudo son un activo en un par de activos digitales utilizados en los llamados acuerdos de "creador de mercado automatizado" o "AMM". El AMM es un mecanismo diseñado para crear liquidez para otros que buscan efectuar operaciones. Como otro ejemplo, las stablecoins con frecuencia están "bloqueadas" en los acuerdos DeFi para obtener rendimiento de los pagos de intereses pagados por otros que toman prestadas esas stablecoins del acuerdo para el comercio apalancado u otras actividades. Las medidas de la industria para el tamaño de la participación de DeFi, aunque no verificadas, incluyen el porcentaje de monedas estables que están "bloqueadas" en los contratos inteligentes de Ethereum. Ethereum actualmente es la cadena de bloques predominante en la que funcionan los protocolos y aplicaciones DeFi. El siguiente gráfico incluye el tipo de monedas estables referenciadas en moneda nacional discutidas en este informe (USDC y USDT), así como una stablecoin algorítmica (DAI).*



*Riesgos*

*Las plataformas de negociación de activos digitales y los acuerdos DeFi presentan riesgos de especial atención para las agencias, y más notablemente para la SEC y la CFTC. Entre otros, estos riesgos incluyen:*

*• Riesgos de fraude, apropiación indebida y conflictos de intereses, incluidos los derivados de divulgaciones engañosas al mercado, uso indebido de información privilegiada y actividades comerciales manipuladoras;*

*• Dependencia de los acuerdos de stablecoin en las plataformas de negociación de activos digitales (por ejemplo, para la distribución, para permitir a los clientes convertir stablecoins en moneda nacional y facilitar los mecanismos de arbitraje), de modo que una falla o interrupción de la plataforma de comercio de activos digitales podría amenazar a la stablecoin;*

*• Dependencia de las plataformas de negociación de activos digitales en stablecoins (por ejemplo, para facilitar las transacciones que ocurren en la plataforma, o como un medio para almacenar reservas de la plataforma), de modo que una falla o interrupción de la stablecoin podría amenazar a la plataforma de negociación de activos digitales;*

*• Riesgos de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo;*

*• Apalancamiento excesivo facilitado por el uso de stablecoins como garantía en plataformas de negociación no reguladas o no conformes;*

*• Riesgos como resultado del incumplimiento de las regulaciones aplicables por parte de las plataformas de negociación de activos digitales;*

*• Interconexiones entre las plataformas de negociación de activos digitales y las stablecoins, incluida la propiedad de las plataformas de stablecoins (y la posible mezcla con los fondos de los clientes);*

*• Asimetrías de información y abuso de mercado como resultado de informes comerciales y de precios inexactos, limitados o no estándar de ciertas plataformas relacionadas con stablecoin y otras transacciones de activos digitales que podrían afectar negativamente a los usuarios de stablecoin y las plataformas de negociación;*

*• Riesgos de integridad del mercado como resultado de una actividad comercial manipuladora o engañosa en centros de negociación no supervisados;*

*• Riesgos resultantes de aspectos únicos de los acuerdos basados en libros de contabilidad distribuidos, incluidos los problemas de gobernanza, interoperabilidad, escalabilidad, protocolos y vulnerabilidades de contratos inteligentes, ciberseguridad y otros problemas operativos; y*

*• Riesgos derivados de nuevos procesos de custodia y liquidación que carecen de estandarización y control de calidad.*

*Autoridad Reguladora de la SEC y la CFTC*

*Además de las regulaciones existentes de AML / CFT, los acuerdos y actividades de stablecoin pueden implicar la jurisdicción de la SEC y / o CFTC. Como cuestión inicial, y dependiendo de su estructura, las stablecoins, o ciertas partes de los acuerdos de stablecoin, pueden ser valores, materias primas y / o derivados. Además, gran parte de la actividad de negociación, préstamos y préstamos actualmente impulsada por stablecoins en plataformas de negociación de activos digitales y dentro de DeFi de manera similar puede constituir transacciones de valores y / o derivados que deben llevarse a cabo de conformidad con las leyes federales de valores y la CEA, incluidas las regulaciones aplicables. En la medida en que una actividad de stablecoin determinada caiga dentro de la jurisdicción de la SEC y / o CFTC, debe llevarse a cabo de conformidad con las disposiciones aplicables de las leyes federales de valores y / o la CEA.*

*Para los activos digitales, incluidas las monedas estables, que son valores dentro de la jurisdicción de la SEC, las leyes federales de valores cubren, por ejemplo, ofertas, ventas y promociones de activos digitales; actividades de la sociedad de inversión en las que el emisor de stablecoin o las plataformas que poseen stablecoins se dedican al negocio de invertir en valores y cumplen con la definición de "compañía de inversión"; actividades de asesoramiento de inversiones en las que las entidades brindan asesoramiento sobre valores (por ejemplo, en relación con la inversión de los ingresos de stablecoins); y las actividades de los intermediarios y las plataformas de negociación.*

*Para los activos digitales, incluidas las monedas estables, que son, o incorporan, futuros, opciones y swaps de productos básicos dentro de la jurisdicción de la CFTC, la CEA proporciona a la CFTC autoridad reguladora sobre todas las personas que participan en transacciones relevantes. Por ejemplo, la autoridad reguladora de la CFTC cubre a los intermediarios e intercambios que ofrecen o participan en futuros, opciones y swaps de productos básicos, así como ciertas transacciones minoristas apalancadas. Además, la CFTC mantiene cierta autoridad antifraude y anti manipulación sobre las transacciones de productos básicos en el comercio interestatal, que incluye activos digitales que son productos básicos según lo definido por la CEA.*

*A medida que crecen los mercados de activos digitales y DeFi, es esencial abordar los importantes riesgos para los inversores y el mercado que podrían amenazar a los usuarios finales y otros participantes en los acuerdos de monedas estables y la actividad del mercado secundario. Esto se puede lograr mediante la promoción de medidas de protección de los inversores y del mercado, como exigir divulgaciones claras y completas y proteger contra el fraude, la manipulación y otros riesgos. La supervisión regulatoria de las plataformas e intermediarios de negociación de activos digitales promueve importantes protecciones para los inversores y el mercado al prever, entre otras cosas, autoridades apropiadas de elaboración de normas, examen, supervisión y aplicación. La supervisión también proporciona, entre otras cosas, transparencia comercial y de precios, y protecciones contra el fraude y la mala conducta, incluida la manipulación del mercado, el uso de información privilegiada y la gestión anticipada.*

II. Riesgos y lagunas reglamentarias

Pérdida de valor: riesgos para los usuarios de Stablecoin y stablecoin se ejecuta

Un instrumento puede servir como medio de pago confiable o reserva de valor solo cuando hay confianza en su valor, particularmente en períodos de estrés. Para las monedas estables, esta confianza podría surgir en parte de su redimibilidad, y la creencia de que dicha redimibilidad está respaldada por un mecanismo de estabilización que funcionará de manera efectiva tanto durante las condiciones normales como durante los períodos de estrés. La confianza en una moneda estable puede verse socavada por factores que incluyen: (1) el uso de activos de reserva que podrían caer en precio o volverse ilíquidos;**21** (2) la falta de protección adecuada de los activos de reserva; (3) falta de claridad con respecto a los derechos de reembolso de los titulares de stablecoins;**22** y (4) riesgos operativos relacionados con la ciberseguridad y la recopilación, almacenamiento y protección de datos.

El hecho de que una stablecoin no funcione de acuerdo con las expectativas perjudicaría a los usuarios de esa stablecoin y podría representar un riesgo sistémico. La mera perspectiva de que una stablecoin no funcione como se esperaba podría resultar en una "corrida" en esa stablecoin, es decir, un ciclo de auto refuerzo de reembolsos y ventas de activos de reserva. Las ventas incendiarias de activos de reserva podrían perturbar los mercados de financiación críticos, dependiendo del tipo y volumen de activos de reserva involucrados. Las corridas podrían propagarse contagiosamente de una stablecoin a otra, o a otros tipos de instituciones financieras que se cree que tienen un perfil de riesgo similar. Los riesgos para el sistema financiero en general también podrían aumentar rápidamente, especialmente en ausencia de normas prudenciales. La dinámica interna de una carrera de stablecoin, así como las posibles implicaciones de tal corrida para el sistema financiero y la economía en general, probablemente dependerían del volumen y las características de liquidez de los activos de reserva vendidos,**23** así como de las condiciones económicas y financieras más amplias. Algunos acuerdos de stablecoin ya son considerables, y muchas stablecoins están creciendo. Una racha que ocurre en condiciones de mercado tensas puede tener el potencial de amplificar un shock para la economía y el sistema financiero.

Riesgos del sistema de pago

Los mecanismos de transferencia de los acuerdos de monedas estables (y potencialmente otros aspectos de las actividades de los acuerdos) entre la emisión y el reembolso pueden proporcionar oportunidades para un procesamiento de pagos eficiente, pero también pueden plantear riesgos para sus participantes y el sistema financiero en general. Las monedas estables de pago enfrentan muchos de los mismos riesgos básicos que los sistemas de pago tradicionales, incluidos el riesgo de crédito, el riesgo de liquidez, el riesgo operativo, los riesgos derivados de una gobernanza inadecuada o ineficaz del sistema y el riesgo de liquidación.**24** Cuando no se administran de manera integral, estos riesgos pueden hacer que los sistemas de pago estén menos disponibles y sean menos confiables para los usuarios, y pueden crear choques financieros u operar como un canal a través del cual se propagan los shocks financieros.

Estos riesgos tienen el potencial de manifestarse de maneras novedosas como resultado del uso de diferentes tecnologías, procesos de transacción y estructuras de gobierno por parte de un acuerdo de stablecoin, entre otros factores. Por ejemplo, a diferencia de los sistemas de pago tradicionales en los que el riesgo es gestionado de forma centralizada por el operador del sistema de pago, algunos acuerdos de stablecoin cuentan con una toma de decisiones descentralizada y operaciones complejas en las que ninguna organización es responsable de la gestión de riesgos y la operación resiliente de todo el acuerdo.

El "riesgo operacional" es el riesgo de que las deficiencias en los sistemas de información o procesos internos, los errores humanos, las fallas de gestión o las interrupciones de eventos externos resulten en la reducción, deterioro o colapso de los servicios. Los problemas operativos en un sistema de pago pueden interrumpir la capacidad de los usuarios para realizar pagos, lo que a su vez puede interrumpir la actividad económica. Si un problema operativo resulta en un error de pago o permite pagos fraudulentos, los usuarios podrían perder su dinero. Los acuerdos de stablecoin enfrentan muchos de los mismos tipos de riesgos operativos que los sistemas de pago existentes, pero podrían tener el potencial de ser más resistentes operativamente en algunos aspectos. Sin embargo, también pueden enfrentar nuevos riesgos operativos relacionados con la validación y confirmación de transacciones de stablecoin y la gestión e integridad del libro mayor distribuido. Por ejemplo, los incentivos para validar las transacciones pueden no motivar adecuadamente a los participantes a responder a la demanda de procesamiento de transacciones, lo que resulta en la congestión de la red. Los riesgos operativos también pueden ser más difíciles de administrar o supervisar en un acuerdo de stablecoin, especialmente cuando la infraestructura de soporte está fuera del control de cualquier organización (incluidas las entidades involucradas en el acuerdo de stablecoin) y no hay una entidad clara para regular.

El "riesgo de liquidación" es el riesgo de que la liquidación en un sistema de pago no tenga lugar como se esperaba. Los sistemas de pago bien diseñados y bien operados aseguran que las transacciones se liquiden de manera confiable, dando a los usuarios la confianza de que la liquidación de sus fondos es segura y definitiva en un momento dado. Los acuerdos de stablecoin que no definen claramente el punto en el que la liquidación es definitiva en sus reglas y procedimientos pueden plantear una mayor incertidumbre y crear presiones de crédito y liquidez para los participantes en el acuerdo. Por ejemplo, muchas redes de contabilidad distribuida no tienen permiso, lo que no requiere aprobación previa para que los nuevos usuarios participen en las actividades de la red. Cuando el acceso a la red abierta se combina con mecanismos de liquidación basados en el consenso, la liquidación técnica puede estar sujeta a incertidumbre durante períodos más largos, sin que una sola parte sea responsable de definir o garantizar la firmeza de la liquidación legal, creando preguntas sobre la confiabilidad y la finalidad de los pagos.

Además, el "riesgo de liquidez" puede surgir en un acuerdo de stablecoin por la desalineación del momento y los procesos de liquidación entre los acuerdos de stablecoin y otros sistemas (por ejemplo, si un acuerdo de stablecoin opera las 24 horas del día, los 7 días de la semana, pero el sistema de pago utilizado para financiar la emisión de stablecoin y devolver la moneda fiduciaria tras el reembolso de stablecoin tiene un horario comercial regular), causando una escasez temporal en la cantidad de stablecoins disponibles para realizar pagos.

Estos riesgos pueden seguir sin abordarse adecuadamente para los acuerdos de monedas estables debido a la falta de normas coherentes de gestión de riesgos entre los acuerdos, el número de diferentes partes clave que pueden estar involucradas en un acuerdo y la complejidad operativa de un acuerdo.**25** Además, si muchas entidades participan en la operación de la infraestructura donde se realizan las transferencias, puede ser difícil para el supervisor del emisor exigir que las normas del acuerdo respalden un riesgo efectivo. gestión y gobernanza en todo el acuerdo.

Riesgos de escala: riesgo sistémico y concentración del poder económico

Si bien son pequeñas en comparación con las formas tradicionales de dinero privado y público, las monedas estables han crecido rápidamente en el último año y pueden continuar creciendo rápidamente tanto a nivel individual como agregado. Para las monedas estables individuales, el potencial de crecimiento rápido puede reflejar economías de escala y alcance; efectos de red que hacen que la demanda de una stablecoin específica aumente a medida que más empresas y consumidores usan la stablecoin; y ventajas de ser el primero en moverse. En algunos casos, el escalado rápido puede estar respaldado por el acceso a las bases de clientes existentes y habilitado aún más por el acceso a los datos de los usuarios finales.

El potencial de una stablecoin individual para escalar rápidamente plantea tres conjuntos de preocupaciones políticas. En primer lugar, un emisor de stablecoin o un participante clave en un acuerdo de stablecoin (por ejemplo, un proveedor de billetera de custodia) podría plantear un riesgo sistémico, lo que significa que la falla o la angustia de esa entidad podría afectar negativamente la estabilidad financiera y la economía real.**26** En segundo lugar, la combinación de un emisor de stablecoin o proveedor de billetera y una empresa comercial podría conducir a una concentración excesiva de poder económico. Estas preocupaciones de política son análogas a las tradicionalmente asociadas con la mezcla de la banca y el comercio, como las ventajas en el acceso al crédito o el uso de datos para comercializar o restringir el acceso a los productos. Esta combinación podría tener efectos perjudiciales sobre la competencia y conducir a la concentración del mercado en sectores de la economía real. En tercer lugar, una stablecoin que se adopte ampliamente como medio de pago podría presentar preocupaciones sobre los efectos anticompetitivos, por ejemplo, si los usuarios de esa stablecoin enfrentan fricciones o costos indebidos en caso de que elijan cambiar a otros productos o servicios de pago. Por lo tanto, es probable que las preocupaciones sobre los efectos anticompetitivos sean mayores en ausencia de estándares de interoperabilidad para stablecoins y acuerdos de stablecoins.

Además del potencial de las monedas estables individuales para escalar rápidamente, el crecimiento agregado de las monedas estables también podría tener implicaciones importantes para el sistema financiero y la macroeconomía. Si las instituciones de depósito aseguradas pierden depósitos minoristas a manos de las monedas estables, y los activos de reserva que respaldan las monedas estables no respaldan la creación de crédito, el crecimiento agregado de las monedas estables podría aumentar los costos de endeudamiento y perjudicar la disponibilidad de crédito en la economía real. La percepción de la seguridad de las instituciones de depósito aseguradas en relación con las monedas estables también podría cambiar durante los momentos de estrés, con entradas o salidas grandes y repentinas de depósitos posibles.

Brechas Regulatorias

Hoy en día, los acuerdos de stablecoin no están sujetos a un conjunto consistente de estándares regulatorios prudenciales que aborden los riesgos discutidos anteriormente. Además, el número de diferentes partes clave que pueden estar involucradas en un acuerdo, y la complejidad operativa de estos acuerdos, plantean desafíos para la supervisión supervisora. Por ejemplo, incluso si un emisor determinado de stablecoin es un banco, la comprensión de las actividades de las entidades clave en el acuerdo depende de la estructura de la relación y la naturaleza de los servicios, si los hay, prestados al banco emisor como cliente.**27** Para abordar estas brechas, se necesita un marco regulatorio consistente y completo tanto para aumentar la transparencia en los aspectos clave de los acuerdos de stablecoin como para garantizar que las stablecoins funcionen tanto en condiciones normales como para garantizar que las stablecoins funcionen en ambos casos normales. tiempos y en condiciones de mercado estresadas.

III. Recomendaciones

Como se discutió anteriormente, las monedas estables tienen múltiples usos que involucran diferentes tipos de participantes y arreglos, lo que implica una variedad de preocupaciones regulatorias. Las stablecoins y los acuerdos de stablecoin plantean preocupaciones significativas desde una perspectiva de protección del inversor e integridad del mercado. Los acuerdos de stablecoin y las actividades de comercio de activos digitales pueden implicar la jurisdicción de la SEC y / o CFTC. Dependiendo de los hechos y circunstancias, una stablecoin puede constituir un valor, producto básico y / o derivado que implique la jurisdicción de la SEC, y estar sujeta a las leyes federales de valores de los Estados Unidos, o implicar la jurisdicción de la CFTC, y estar sujeta a la CEA. Las leyes federales de valores y / o la CEA pueden aplicarse a la stablecoin, el acuerdo de stablecoin, las transacciones y / o los participantes involucrados en, el acuerdo de stablecoin o stablecoin, y / o derivados de cualquiera de los instrumentos anteriores. La SEC y la CFTC tienen amplias autoridades de cumplimiento, elaboración de normas y supervisión sobre las transacciones y los participantes que caen dentro de sus respectivas jurisdicciones para abordar los riesgos de protección del inversor e integridad del mercado discutidos anteriormente. En la medida en que estén dentro de la jurisdicción de la SEC o la CFTC, el comercio, los préstamos, los préstamos y otras actividades que involucren monedas estables deben llevarse a cabo de conformidad con las disposiciones aplicables de las leyes federales de valores y la CEA, así como con las regulaciones aplicables (consulte Plataformas de negociación de activos digitales y DeFi).

Las monedas estables también presentan importantes preocupaciones prudenciales, como se discutió en la Parte II. Estas preocupaciones prudenciales se relacionan con el potencial de ejecuciones de stablecoins, los riesgos del sistema de pago y la posibilidad de que algunas stablecoins puedan escalar rápidamente. Debido a que las responsabilidades dentro de muchos de estos acuerdos están ampliamente distribuidas, y actualmente caen dentro de la jurisdicción de diferentes agencias reguladoras, o fuera del perímetro regulatorio por completo, existe el riesgo de una supervisión incompleta o fragmentada. Los acuerdos de stablecoin han crecido, y pueden seguir creciendo, rápidamente. Y a medida que estos acuerdos crecen, también lo hacen los riesgos asociados con ellos. Las recomendaciones que se presentan a continuación se centran en los riesgos prudenciales identificados con respecto a las monedas estables de pago.**28**

Legislación

Para abordar los riesgos prudenciales asociados con el uso de stablecoins como medio de pago, las agencias recomiendan que el Congreso actúe con prontitud para garantizar que las stablecoins de pago estén sujetas a una supervisión prudencial federal adecuada de manera consistente e integral. Debido a que las monedas estables de pago son un tipo de activo financiero emergente y de rápido desarrollo, la legislación debe proporcionar a los reguladores flexibilidad para responder a los desarrollos futuros y abordar adecuadamente los riesgos en una variedad de estructuras organizativas.

La legislación debe abordar los riesgos descritos en el presente informe mediante el establecimiento de un marco prudencial federal adecuado para los acuerdos de monedas estables de pago.**29** En particular, con respecto a los emisores de monedas estables, la legislación debe prever la supervisión en base consolidada; normas prudenciales; y, potencialmente, acceso a los componentes apropiados de la red de seguridad federal. Para lograr estos objetivos, la legislación debe limitar la emisión de monedas estables, y las actividades conexas de reembolso y mantenimiento de activos de reserva, a las entidades que son instituciones de depósito aseguradas. La legislación prohibiría a otras entidades emitir monedas estables de pago. La legislación también debe garantizar que los supervisores estén facultados para aplicar normas que promuevan la interoperabilidad entre las monedas estables.

Las instituciones de depósito aseguradas incluyen bancos y asociaciones de ahorro autorizados tanto estatales como federales, cuyos depósitos están cubiertos, sujetos a límites legales, por el seguro de depósitos, y que tienen acceso a liquidez de emergencia y servicios de la Reserva Federal.**30** Al igual que otras instituciones de depósito aseguradas, las instituciones de depósito aseguradas que emiten monedas estables estarían sujetas a supervisión y regulación a nivel de institución de depósito por parte de una agencia bancaria federal y consolidada. supervisión y regulación por parte de la Reserva Federal a nivel de sociedad de cartera.**31** Las normas a las que están sujetas estas instituciones incluyen normas de capital y liquidez que están diseñadas para abordar la seguridad y la solidez y, para las organizaciones bancarias más grandes, también incluyen normas prudenciales mejoradas que abordan las preocupaciones de estabilidad financiera. En virtud de la Ley Federal de Garantía de Depósitos, las instituciones de depósito aseguradas también están sujetas a un régimen especial de resolución que permite la resolución ordenada de las instituciones de depósito aseguradas quebradas mediante, entre otros mecanismos, la protección de los depósitos asegurados de los clientes y la prioridad de los créditos de depósito sobre los de los acreedores generales, y limita cualquier posible impacto sistémico negativo en caso de quiebra bancaria.

Como se discutió anteriormente, aparte de un emisor de stablecoin, otras entidades clave en el acuerdo de stablecoin pueden ser críticas para la capacidad de una stablecoin de funcionar como medio de pago y pueden ayudar a una stablecoin a escalar (Ver Parte I, Actividades y Participantes en Acuerdos de Stablecoin). Como se señaló anteriormente, las funciones principales de un acuerdo de stablecoin – (1) creación de stablecoin, (2) su transferencia entre partes, y (3) almacenamiento de la stablecoin por parte de los usuarios finales, como se describe en la Parte I (Ver Parte I, Creación de Stablecoins, y Transferencia y Almacenamiento de Stablecoin) – pueden llevarse a cabo mediante las actividades de entidades separadas, dentro de un arreglo que puede ser altamente distribuido y complejo. Debido a que las actividades y funciones en un acuerdo de stablecoin pueden distribuirse entre diferentes partes, es probable que un marco prudencial que se centre exclusivamente en los emisores de stablecoin deje ciertos riesgos del sistema de pago abordados de manera inadecuada o inconsistente.

Dado el papel central que desempeñan los proveedores de billeteras de custodia dentro de un acuerdo de monedas estables, y los riesgos asociados a la relación entre los proveedores de billeteras de custodia y los usuarios de billeteras de custodia, el Congreso debería exigir que los proveedores de billeteras de custodia estén sujetos a una supervisión federal adecuada. Dicha supervisión debe incluir la autoridad para restringir a estos proveedores de servicios de prestar monedas estables a los clientes, y para exigir el cumplimiento de los requisitos adecuados de gestión de riesgos, liquidez y capital. Además, para abordar las preocupaciones sobre la concentración del poder económico, el Congreso debería considerar otros estándares para los proveedores de billeteras de custodia, como los límites a la afiliación con entidades comerciales o al uso de los datos de transacción de los usuarios.

Además de los emisores de stablecoin y los proveedores de billeteras de custodia, otras entidades pueden realizar actividades que son críticas para el funcionamiento del acuerdo de stablecoin (Consulte la Parte I, Actividades y participantes en los acuerdos de stablecoin). Para garantizar que los acuerdos de stablecoin estén sujetos a un marco regulatorio integral, el Congreso debe proporcionar al supervisor federal de un emisor de stablecoin la autoridad para exigir a cualquier entidad que realice actividades críticas para el funcionamiento del acuerdo de stablecoin que cumpla con los estándares apropiados de gestión de riesgos, como los Principios para infraestructuras de mercados financieros**32** adaptados a los acuerdos de stablecoin.**33** La legislación también debe proporcionar a las agencias apropiadas autoridad de examen y aplicación con respecto a las actividades de stablecoin de estas entidades. Por último, los supervisores deben tener la capacidad de adoptar normas para promover la interoperabilidad entre las monedas estables, o entre las monedas estables y otros instrumentos de pago.

En conjunto, la legislación en este sentido abordaría los riesgos prudenciales descritos en la parte II del presente informe de manera exhaustiva y coherente:

• **Protección del usuario y correr riesgos:** Exigir que los emisores de stablecoin sean instituciones de depósito aseguradas, que están sujetas a la supervisión y regulación adecuadas, a nivel de la institución depositaria y de la sociedad de cartera.

• **Riesgo del sistema de pago:** Exija que los proveedores de billeteras de custodia estén sujetos a la supervisión federal adecuada. Además, proporcionar al supervisor de un emisor de stablecoin la autoridad para exigir a cualquier entidad que realice actividades críticas para el funcionamiento del acuerdo de stablecoin que cumpla con los estándares apropiados de gestión de riesgos.

• **Riesgo Sistémico y Concentración de Poder Económico:** Exigir a los emisores de stablecoins que cumplan con las restricciones de actividades que limitan la afiliación con entidades comerciales. Los supervisores también deben tener la autoridad para implementar estándares para promover la interoperabilidad entre las monedas estables. Los límites a la afiliación de los proveedores de billeteras de custodia con entidades comerciales o al uso de datos de transacciones de usuarios por parte de los proveedores de billeteras de custodia también pueden ayudar a abordar estos problemas.

Medidas provisionales

Las agencias creen que se necesita urgentemente legislación para abordar de manera integral los riesgos prudenciales que plantean los acuerdos de monedas estables de pago. Mientras el Congreso considera cómo abordar los riesgos asociados con los acuerdos de monedas estables de pago, las agencias continuarán utilizando sus autoridades existentes para abordar estos riesgos prudenciales en la medida de lo posible. En ausencia de acción del Congreso, el Consejo puede considerar los pasos a su alcance para abordar los riesgos descritos en este informe.

A. Agencias Reguladoras

Dados los riesgos significativos y crecientes que plantean las monedas estables, las agencias están comprometidas a tomar medidas para abordar los riesgos que caen dentro de la jurisdicción de cada agencia y a continuar la coordinación y colaboración en temas de interés común en todas las agencias financieras federales. Por ejemplo, al evaluar una solicitud de estatuto, las agencias bancarias tratarán de garantizar que los solicitantes aborden los riesgos descritos en este informe, incluidos los riesgos asociados con la emisión de monedas estables y otros servicios relacionados realizados por la organización bancaria o proveedores de servicios externos. En el contexto de esas monedas estables que son valores, materias primas y / o derivados, la aplicación de las leyes federales de valores y / o la CEA proporcionaría importantes protecciones para los inversores y el mercado, así como beneficios de transparencia. Las autoridades pertinentes, incluido el Departamento de Justicia, pueden considerar si la sección 21 (a) (2) de la Ley Glass-Steagall puede aplicarse a ciertos acuerdos de monedas estables.**34** Además, la Oficina de Protección Financiera del Consumidor (CFPB) y las leyes de protección financiera del consumidor también proporcionan una serie de salvaguardas en el sector de pagos, que incluyen, entre otras, la Ley de Transferencia Electrónica de Fondos, la Ley Gramm-Leach-Bliley y la Ley de Protección Financiera del Consumidor.**35** Finalmente, un acuerdo de moneda estable también puede ofrecer "servicios de transmisión de dinero", lo que desencadena obligaciones federales al menos y dinero en virtud de la Ley de Secreto Bancario (BSA), supervisadas y aplicadas por la Red de Aplicación de Delitos Financieros (FinCEN).

B. Consejo

En ausencia de acción del Congreso, las agencias recomiendan que el Consejo considere los pasos disponibles para abordar los riesgos descritos en este informe. Tales pasos pueden incluir la designación de ciertas actividades realizadas dentro de acuerdos de stablecoin como, o tan probablemente se conviertan, actividades de pago, compensación y liquidación (PCS) de importancia sistémica.**36** La designación permitiría a la agencia apropiada establecer estándares de gestión de riesgos para las instituciones financieras que participan en actividades designadas de PCS, incluidos los requisitos en relación con los activos que respaldan la stablecoin, requisitos relacionados con el funcionamiento del acuerdo de moneda estable y otras normas prudenciales.**37** Las instituciones financieras que participan en actividades designadas de PCS también estarían sujetas a un marco de examen y aplicación. Cualquier designación seguiría un proceso transparente.

***Riesgo Financiero Ilícito***

*Al igual que con todos los activos digitales, las monedas estables pueden presentar riesgos de lavado de dinero y financiamiento del terrorismo (ML / TF). La magnitud de estos riesgos depende de varios factores, incluida la aplicación de controles contra el lavado de dinero y la financiación del terrorismo (ALD / CFT), el grado en que es adoptado por el público y el diseño del acuerdo de stablecoin. Para prevenir aún más el uso indebido de monedas estables y otros activos digitales por parte de actores ilícitos, el Tesoro continuará liderando los esfuerzos en el GAFI para alentar a los países a implementar las normas internacionales al menos de capital / CFT y buscar recursos adicionales para apoyar la supervisión de las regulaciones nacionales de ALD / CFT. El Tesoro también continuará evaluando los riesgos de financiamiento ilícito para los Estados Unidos asociados con las monedas estables y otros activos digitales, incluso a través de las próximas Evaluaciones Nacionales de Riesgo sobre Lavado de Dinero, Financiamiento del Terrorismo y Financiamiento de la Proliferación, y estrategia de Finanzas Ilícitas.*

*Un factor crítico para la mitigación del riesgo de finanzas ilícitas, independientemente de las características del diseño de una stablecoin, es que los estándares internacionales para la regulación y supervisión de los proveedores de servicios asociados con stablecoins y otros activos digitales se implementan efectivamente en todo el mundo. Las monedas estables y otros activos digitales se pueden utilizar para transferir grandes cantidades de valor a través de las fronteras muy rápidamente. Un rápido aumento de los pagos transfronterizos podría amplificar los riesgos de ML/TF debido a la aplicación desigual de las normas internacionales mundiales de lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo elaboradas por el GAFI.****38*** *Si bien los Estados Unidos regulan y hacen cumplir las obligaciones de lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo para los proveedores de servicios cubiertos, la mayoría de los países no han incluido estas normas en sus marcos reglamentarios o no las supervisan. lo que lleva a brechas en la regulación y supervisión de ALD / CFT para stablecoins y otros activos digitales. Los actores ilícitos pueden explotar estas brechas utilizando servicios en países con regímenes regulatorios y de supervisión débiles para lavar fondos, almacenar el producto del delito o evadir las sanciones en monedas estables u otros activos digitales.*

*La promesa de un valor estable puede, particularmente cuando se combina con el alcance de empresas comerciales como proveedores de telecomunicaciones o tecnología, aumentar el potencial de que las monedas estables escalen rápidamente. Los delincuentes a menudo utilizan las formas más comunes y líquidas de valor para ML y TF, y las monedas estables adoptadas en masa u otros activos digitales pueden ser atractivos para los actores ilícitos, lo que podría aumentar los riesgos de ML / TF. Por el contrario, la adopción masiva de una stablecoin bien regulada y supervisada con fuertes protecciones ALD / CFT integradas en la stablecoin podría proporcionar una mayor transparencia en la actividad financiera ilícita y podría mitigar los riesgos de ML / TF, especialmente si la stablecoin le quita cuota de mercado a las alternativas más riesgosas.*

*Al igual que otros activos digitales, las stablecoins se pueden usar para realizar transacciones seudónimas, dependiendo de la arquitectura subyacente.****39*** *Sin embargo, en ciertos casos, las direcciones y transacciones de stablecoins en blockchains públicas se pueden combinar con información, si está disponible, que puede permitir a los reguladores y las fuerzas del orden identificar a los propietarios de direcciones.****40*** *Los usuarios de algunas stablecoins pueden realizar transacciones sin la participación de instituciones financieras sujetas a obligaciones ALD / CFT, limitando así la recopilación y el acceso a la información de investigación y las medidas preventivas utilizadas para identificar actividades financieras ilícitas.*

*Para alentar la implementación internacional de las normas ALD /CFT, el Tesoro continuará colaborando con el GAFI para alentar a los países a implementar efectivamente las normas del GAFI para activos virtuales. El 28 de octubre de 2021, el GAFI publicó una guía actualizada sobre la implementación de los estándares del GAFI para activos virtuales y proveedores de servicios de activos virtuales, que describe cómo los estándares se aplican a los activos digitales y ayudan a los países y al sector privado a comprender mejor cómo implementar los estándares de manera efectiva. Como resultado de la publicación de las normas del GAFI, el GAFI ahora redoblará sus esfuerzos para la implementación efectiva de las normas sobre activos digitales por parte de los países miembros, y los Estados Unidos continuarán apoyando estos esfuerzos en el GAFI y se comprometerán bilateralmente para alentar a los países a cumplir con estas normas.*

*En los Estados Unidos, la mayoría de las monedas estables se consideran "moneda virtual convertible" (CVC) y se tratan como "valor que sustituye a la moneda" según las regulaciones de FinCEN.****41*** *Todos los proveedores de servicios financieros de CVC que participan en la transmisión de dinero, que pueden incluir administradores de monedas estables y otros participantes en acuerdos de monedas estables, deben registrarse como empresas de servicios monetarios (MSB) con FinCEN. Como tales, deben cumplir con las regulaciones de FinCEN, emitidas de conformidad con la autoridad bajo la BSA, que requieren que los MSB mantengan programas de AML, informen transacciones en efectivo de $ 10,000 o más, presenten informes de actividades sospechosas (SAR) sobre ciertas actividades ilegales sospechosas y cumplan con varias otras obligaciones.****42*** *Las regulaciones actuales de BSA requieren la transferencia de cierta información específica mucho más allá de lo que se puede inferir de la cadena de bloques, lo que resulta en incumplimiento. Si bien la Oficina de Control de Activos Extranjeros (OFAC) ha proporcionado orientación sobre cómo la industria de la moneda virtual puede construir un programa de cumplimiento de sanciones basado en el riesgo que incluya controles internos como la detección de transacciones y conocer los procedimientos de sus clientes, puede haber algunos casos en los que los requisitos de cumplimiento de sanciones de los Estados Unidos (es decir, rechazar transacciones) podrían ser difíciles de cumplir bajo los protocolos de blockchain.*

*Si bien las regulaciones son en general suficientes para cubrir a los administradores de monedas estables y otros participantes en los acuerdos de monedas estables, el Tesoro buscará recursos adicionales, lo que podría permitir a FinCEN, el Servicio de Impuestos Internos (IRS) y los reguladores funcionales federales aumentar la supervisión de estas regulaciones. Esto podría dar lugar a un mejor cumplimiento por parte del sector privado y, cuando no lo haga, podría dar lugar a medidas coercitivas en caso de incumplimiento. La actividad de aplicación indicaría a los administradores de stablecoin y otras instituciones financieras en la industria de stablecoin que serán responsables por no cumplir con las obligaciones de ALD / CFT y sanciones, incentivarán el cumplimiento y pueden aumentar la presión sobre algunas jurisdicciones extranjeras para que sigan su ejemplo. Con ese fin, los examinadores delegados de FinCEN, el IRS, han estado realizando exámenes de cumplimiento en los administradores e intercambiadores de CVC, incluidos los administradores de acuerdos de monedas estables y los intercambios en los que se ofrecen, desde 2014. Estos exámenes también han incluido A los MSB ubicados en el extranjero que hacen negocios en los Estados Unidos en su totalidad o en parte sustancial.****43***

*FinCEN ha tomado medidas decisivas cuando identifica a las instituciones financieras que no cumplen con estas obligaciones. Por ejemplo, en 2017, FinCEN evaluó una multa monetaria civil de $ 110 millones contra el intercambiador de CVC con sede en el extranjero BTC-e por incumplimiento de los requisitos de registro, AML programa AML, informes y mantenimiento de registros de la BSA.****44*** *Más recientemente, FinCEN evaluó una multa de dinero civil de $ 100 millones contra el comerciante de comisiones de futuros No conforme con la sede en el extranjero BitMEX por no mantener un Programa AML y un Programa de Identificación del Cliente, y la falta de presentación de SAR.****45*** *Esa multa fue concurrente con la multa monetaria civil de $100 millones de la CFTC.****46***

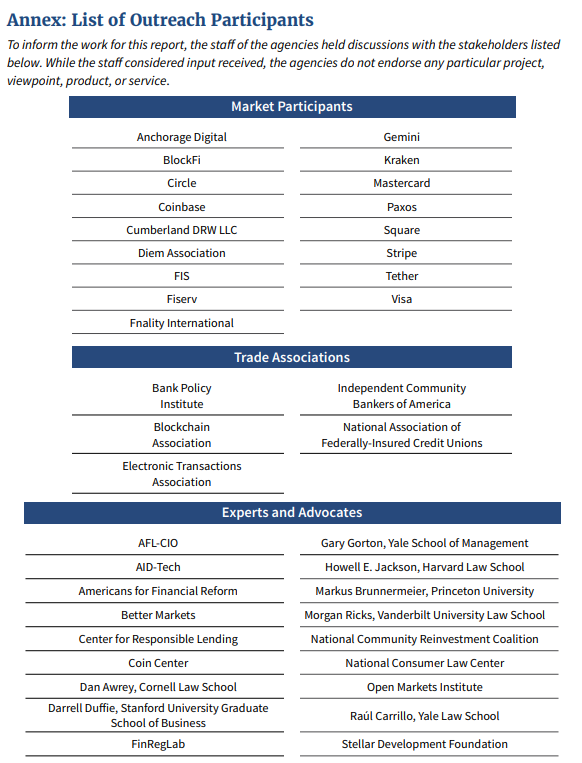
*El Tesoro informará en enero al Congreso de las Evaluaciones Nacionales de Riesgo de Lavado de Dinero y Financiamiento del Terrorismo, que evalúan el panorama de riesgo de financiamiento ilícito para activos digitales, entre otros productos y actividades financieras. Las evaluaciones de riesgos se desarrollan con aportes de las partes interesadas del gobierno de los Estados Unidos, incluidas las fuerzas del orden, los reguladores funcionales federales y la comunidad de inteligencia, y utilizan estudios de casos públicos o adjudicados para demostrar cómo los actores ilícitos están haciendo un mal uso de los activos financieros. Las Evaluaciones de Riesgo informan la Estrategia de Finanzas Ilícitas, que está diseñada para identificar metas, objetivos y prioridades para interrumpir y prevenir las actividades de finanzas ilícitas dentro y en tránsito del sistema financiero de los Estados Unidos.*

*Normas Internacionales*

*Este informe considera y se basa en el trabajo de los foros internacionales, incluido el trabajo que ha llevado a recomendaciones, estándares, principios y orientación que pueden aplicarse a los acuerdos de monedas estables. En octubre de 2020, el Consejo de Estabilidad Financiera estableció diez recomendaciones de alto nivel que buscan promover la regulación, supervisión y supervisión coordinadas y efectivas de los acuerdos de Global Stablecoin (SGC) para abordar los riesgos de estabilidad financiera planteados por las SGC, tanto a nivel nacional como internacional, al tiempo que apoya la innovación responsable y proporciona suficiente flexibilidad para que las jurisdicciones implementen enfoques nacionales.*

*Los organismos internacionales de normalización también están llevando a cabo trabajos para examinar la aplicación de las normas, principios y orientaciones internacionales a los acuerdos de monedas estables. Por ejemplo, el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) publicaron un informe consultivo sobre la aplicación de las IFFP a los acuerdos de monedas estables. Con respecto a las finanzas ilícitas, el GAFI revisó en junio de 2019 sus estándares para cubrir los activos digitales, incluidas las monedas estables y los proveedores de servicios, y está trabajando en una guía actualizada sobre cómo implementar estos estándares.*

*Las agencias están comprometidas a continuar el compromiso en el FSB y los organismos de establecimiento de estándares para garantizar una supervisión integral de los acuerdos de monedas estables, promover resultados regulatorios comunes en todas las jurisdicciones y reducir las oportunidades de arbitraje regulatorio.*



1 In general, references in this document to “digital asset trading” include trading, lending, or borrowing transactions that involve digital assets

2 Stablecoins are being used for trading, lending, borrowing, and, in the future, may also be widely used by households and businesses as a means of payment. This report does not provide recommendations regarding issues or risks under the federal securities laws or the Commodity Exchange Act (CEA) as they pertain to any digital assets, digital asset trading platforms, DeFi, stablecoins or stablecoin arrangements, and the prudential framework recommendations are not intended to affect any analysis under the federal securities laws or the CEA.

3 Executive Order 12631 of March 18, 1988 (Working Group on Financial Markets) established the President’s Working Group on Financial Markets, which is chaired by the Secretary of the Treasury, or their designee, and includes the Chair of the Board of Governors of the Federal Reserve System, the Chair of the Securities and Exchange Commission, and the Chair of the Commodity Futures Trading Commission, or their designees. The OCC and the FDIC also joined in this report.

4 Digital “wallets” provide a variety of services to users, including facilitating the transfer of stablecoins between users. A “custodial wallet provider” is a wallet provider that users may rely on to hold stablecoins on their behalf

5 Stablecoins that are purportedly convertible for an underlying fiat currency are distinct from a smaller subset of stablecoin arrangements that use other means to attempt to stabilize the price of the instrument (sometimes referred to as “synthetic” or “algorithmic” stablecoins) or are convertible for other assets. Because of their more widespread adoption, this discussion focuses on stablecoins that are convertible for fiat currency.

6 In some stablecoin arrangements, reserve assets include deposits at insured depository institutions; however, this feature does not mean that deposit insurance extends to the stablecoin user. If the stablecoin issuer deposits fiat currency reserves at an FDIC-insured bank and does so in a manner that meets all the requirements for “pass-through” deposit insurance coverage, the deposit would generally only be insured to each stablecoin holder individually for up to $250,000. Without pass-through coverage, the deposit at the bank would be insured only to the stablecoin issuer itself, up to $250,000. See 12 C.F.R. § 330.5.

7 For example, some existing stablecoin issuers purport to place no limitations on the amount of stablecoins a holder (whether an end user or a digital asset platform) may redeem for a fiat currency, while others set minimum redemption amounts that must be met before the issuer will process a redemption request. In some cases, these minimum redemption amounts may be considerably greater than the value of stablecoins held by a typical user.

8 In addition, even if the purported value of stablecoins in circulation is equal to the value of the reserve assets, other creditors may have a claim on the reserve assets that competes with that of stablecoin holders.

9 Transactions recorded on the books of a wallet provider or other holder of digital asset rather than on the distributed ledger are sometimes referred to as “off-chain” transactions.

10 Participants in stablecoin arrangements may be able to process stablecoin transfers internally. For example, a wallet provider could hold stablecoins on behalf of customers and allow its customers to send or receive stablecoins without interacting with the distributed ledger. Stablecoin arrangements may establish rules for how participants should conduct such internal transfers.

11 At various stages of the transfer process, the successful transfer of stablecoins might depend on wallet providers, node operators, and various other intermediaries and technologies.

12 In these types of arrangements, as a general matter, anyone can become a “node operator” responsible for one or both of the following functions: (1) communicating transactions to other participants, or (2) participating in the settlement and processing stablecoin transactions. In a public blockchain network, by design, no prior approval is needed for parties to participate in these activities; in principle, the arrangement’s integrity is guaranteed by the underlying consensus mechanism (e.g., proof-of-work or proof-of-stake).

13 See “Payment System Risks,” in Part II below, for more information on consensus-based settlement mechanisms.

14 While these issues are not the focus of this report, Treasury and the Council are actively engaged in addressing climate-related financial risks through a number of different initiatives. See e.g., Financial Stability Oversight Council, Report on Climate-Related Financial Risk, (October 2021), <https://home.treasury.gov/system/files/261/FSOC-Climate-Report.pdf>

15 The term “permissioned blockchains” refers to blockchain networks that require participants to obtain permission to access the blockchain, thereby creating a control layer on top of the blockchain to govern the actions performed by the allowed participants.

16 Despite this capability, many users voluntarily rely on such custodians.

17 See Mills, David et al., Distributed ledger technology in payments, clearing, and settlement, (Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series 2016-095, December 2016), <https://doi.org/10.17016/FEDS.2016.095>

18 This amount includes prepaid and non-prepaid debit cards, credit cards, ACH credit and debit transfers, and checks, which comprise a set of noncash payment types commonly used today by consumers and businesses in the United States. See Board of Governors of the Federal Reserve System, 2019 Federal Reserve Payments Study, (December 2019), <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/2019-payments-study-20191219.pdf>

19 See, e.g., U.C.C. Article 4, 12 C.F.R. § 1005 (Reg. E), 12 C.F.R. § 226 (Reg. Z), National Automated Clearing House Association (NACHA) Operating Rules.

20 Stablecoin supply grew from $21.5 billion on October 19, 2020 to $127.9 billion as of October 18, 2021, representing an increase of approximately 495 percent. See Total Stablecoin Supply, The Block, (October 18, 2021), <https://www.theblockcrypto.com/data/decentralized-finance/stablecoins/total-stablecoin-supply-daily>

21 These risks may be amplified by a lack of transparency with respect to the composition of reserve assets, as well as a lack of controls on conflicts of interest between stablecoin issuers and stablecoin holders regarding permissible reserve asset investments.

22 For example, there may be a lack of clarity as to whether stablecoin holders have a direct claim on reserve assets or whether there are creditors with a competing claim on such assets.

23 The financial stability risks of a stablecoin run would be greater in the context of stablecoins backed by potentially volatile and illiquid assets than in the context of stablecoins backed one-for-one by high quality liquid assets.

24 See Committee on Payment and Settlement Systems and the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Principles for financial market infrastructures, (Bank for International Settlements, April 2012), at p. 174 (Annex H), <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>

25 Wallet providers themselves may, as to certain of their activities, be subject to varying levels of regulation and supervision by the states in which they operate, depending on the services provided and the laws and regulations of each state.

26 These risks may be exacerbated by a lack of adequate recovery and resolution planning. While the recovery and resolution implications for stablecoin arrangements may vary based on their structures, many would likely be subject to the provisions of Chapter 7 and/or 11 of the Bankruptcy Code. Several other resolution schemes could also be involved, and non-US and cross-border issues could also arise.

27 See 12 U.S.C. § 1867(c); see generally 12 U.S.C. §§ 1861-1867. Section 7 of the Bank Service Company Act (BSCA) provides the Federal Reserve, FDIC, and OCC with the authority to regulate and examine the performance of certain services by a third-party service provider for a depository institution “to the same extent as if such [banking-related] services were being performed by the depository institution itself on its own premises.” See also 12 U.S.C. § 1464(d)(7). In addition to the BSCA, the agencies have other authorities that support examination and oversight of services provided by third-party service providers. For example, the Home Owners’ Loan Act, reiterates this authority for services provided to savings associations. Other statutory authorities may also be relevant in specific situations. In the context of stablecoins, the ability to apply existing authority to regulate and examine stablecoin-related services provided by non-bank service providers might be dependent on the structure of the relationship and the nature of the services provided to the individual client banks.

28 See supra note 2.

29 Given the global nature of stablecoins and other digital assets, legislation should apply to stablecoin issuers, custodial wallet providers, and other key entities that are domiciled in the United States, offer products that are accessible to U.S. persons, or that otherwise have a significant U.S. nexus.

30 The term “insured depository institution” is defined in the Federal Deposit Insurance Act. See 12 U.S.C. § 1813(c)(2).

31 See 12 U.S.C. § 1841, et seq.

32 Committee on Payment and Settlement Systems and the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, see supra note 24.

33 The authority to establish risk-management standards for entities that perform activities that are critical to the functioning of the stablecoin arrangement is in addition to, and does not affect, other existing regulatory or supervisory authorities that may apply to these entities.

34 12 U.S.C. § 378(a)(2).

35 See, e.g., 15 U.S.C. § 1693 et seq., Gramm-Leach-Bliley Act, Pub. L. No. 106-102, 113 Stat. 1338 (1999); Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).

36 In addition, the Council potentially could address stablecoin arrangements using its authority to designate systemically important financial market utilities (FMUs), subjecting those arrangements to consolidated supervision. See 12 U.S.C. §§ 5462, 5463. The council also has authority to designate nonbank financial institutions as “systemically important financial institutions” (SIFIs), pursuant to its authority in Title I of the Dodd-Frank Act. See 12 U.S.C. § 5323. PCS activities may be designated to the extent that such activities do not involve the offer or sale of a security or any quotation, order entry, negotiation, or other pre-trade activity or execution activity.

37 The financial stability risks of a stablecoin run would be greater in the context of stablecoins backed by potentially volatile and illiquid assets than in the context of stablecoins backed one-for-one by high quality liquid assets, see supra note 23.

38 The FATF in June 2019 revised its standards to cover virtual assets, including stablecoins, and service providers.

39 The majority of the stablecoin market currently operates on public blockchains where transactions may be pseudonymous, meaning the identity of the sender or the receiver of a transaction is unknown, but other transactional information is available (e.g., the amount, the time, the value, etc.).

40 While stablecoins, like other digital assets, can be used with mixers or tumblers, which de-link the transaction trail and make it difficult to determine the address, sender identity, or original sum involved in the transaction, the use of these tools with stablecoins is uncommon.

41 See 31 C.F.R. § 1010.100(ff)(5)(i)(A) (definition of “money transmitter” includes a person who accepts and transmits, inter alia, “value that substitutes for currency”). See also Joint Statement by Heath Tarbert, Kenneth Blanco, and Jay Clayton on Activities Involving Digital Assets, October 11, 2019, <https://www.fincen.gov/sites/default/files/2019-10/CVC%20Joint%20Policy%20Statement_508%20FINAL_0.pdf>

42 See generally 31 C.F.R. § 1022. FinCEN uses the term MSB to refer to several categories of business models to which FinCEN’s regulations apply. One type of MSB is money transmitters, the category into which most exchanges, administrators, and other persons engaged in activity involving CVC—other than traditional institutions such as banks and broker dealers—fall.

43 31 C.F.R. § 1010.100(ff).

44 Assessment of Civil Money Penalty, Financial Crimes Enforcement Network, No. 2017-03, July 27, 2017, <https://www.fincen.gov/sites/default/files/enforcement_action/2020-05-21/Assessment%20for%20BTCeVinnik%20FINAL2.pdf>

45 Assessment of Civil Money Penalty, Financial Crimes Enforcement Network, No. 2021-02, August 10, 2021, <https://www.fincen.gov/sites/default/files/enforcement_action/2021-08-10/Assessment_BITMEX_508_FINAL.pdf>

46 Commodity Futures Trading Commission v. HDR Global Trading Limited, et.al., 1:20-cv-08132, (S.D. NY, Aug. 10, 2021).