

LA ESTABILIDAD FINANCIERA POST COVID-19¹

Post covid-19 financial stability

MARÍA LIDÓN LARA ORTIZ

Profesora Ayudante Doctora de Derecho Administrativo, Universitat Jaume I.
ORCID: 0000-0003-4686-1845

Revista de Derecho del Sistema Financiero 2
DOI: <https://doi.org/10.32029/2695-9569.02.09.2021>

Julio 2021
Págs. 299-330

RESUMEN: El impacto de la pandemia por la COVID-19 en el sistema financiero está todavía en su fase inicial. Se analizan las medidas adoptadas hasta ahora con la finalidad de controlar las posibles debilidades del mismo, que tienen un carácter mayormente macroeconómico. El análisis contempla una perspectiva evolutiva, tomando en consideración el marco legal configurado en la última década, así como las posibilidades de adoptar otras medidas de carácter complementario a las ya aplicadas. Se considera también el aspecto microeconómico, en cuanto que las novedades regulatorias más relevantes en este ámbito, pueden actuar como incentivos dinamizadores de otros sectores económicos al mismo tiempo que se mantienen las condiciones prudenciales que el actual sistema de supervisión financiera exige.

ABSTRACT: The impact of the COVID-19 pandemic on the financial system is still in its initial phase. We analyze the measures adopted so far with the finality of controlling its possible weaknesses, which are mainly macroeconomic measures in nature. The analysis considers an evolutionary perspective, regarding the legal framework configured in the last decade, as well as the possibilities of adopting other measures with a complementary character to those already applied. The microeconomic aspect is also considered because the most relevant regulatory developments in this area could act as incentives for other economic sectors while maintaining the prudential conditions that the current financial supervision system requires.

1. Este trabajo se realiza en el marco del Proyecto de investigación «Desafíos del mercado financiero digital: riesgos para la Administración y para los inversores», Ref: RTI2018-098963-B-I00 (MCIU/AEI/FEDER, UE), actualmente activo. Investigador principal: Beatriz BELANDO GARÍN.

PALABRAS CLAVE: Estabilidad financiera – Supervisión macroeconómica – Supervisión microeconómica – Eurobonos – Digitalización financiera.

KEYWORDS: Financial stability – Macroeconomic supervision – Microeconomic supervision – Eurobonds – Financial digitization.

SUMARIO: I. LA ESTABILIDAD FINANCIERA COMO BIEN JURÍDICO GLOBAL Y EL IMPACTO DE LA COVID-19. II. ASPECTOS MACROECONÓMICOS DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA POST COVID-19. 1. *El impacto de la pandemia por COVID-19 en el ámbito macroeconómico.* 2. *Las medidas adoptadas como respuesta a la crisis económica en ciernes.* 3. *La legalidad de los mecanismos para prestar ayudas financieras: consideración de los antecedentes del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia.* 4. *¿Por qué crear un Mecanismo de Recuperación y Resiliencia?* 5. *Los eurobonos y los valores respaldados por bonos soberanos o «Sovereign bond-backed securities».* III. ASPECTOS MICROECONÓMICOS INCIDENTALES EN LA ESTABILIDAD FINANCIERA POST COVID-19. IV. CONCLUSIONES. V. BIBLIOGRAFÍA.

I. LA ESTABILIDAD FINANCIERA COMO BIEN JURÍDICO GLOBAL Y EL IMPACTO DE LA COVID-19

Tradicionalmente se ha identificado la estabilidad financiera con el buen funcionamiento del sistema económico mediante el cumplimiento de sus funciones, como son la canalización de fondos desde los ahorradores a los inversores, la provisión de servicios financieros a la economía en general, la ejecución de pagos, y la distribución del riesgo entre agentes económicos de una forma ordenada y eficiente. Actualmente, el concepto se ha centrado en garantizar el correcto funcionamiento de las entidades de crédito, de los mercados financieros y de las infraestructuras operativas que los soportan, de tal forma que el conjunto del sistema pueda hacer frente a *shocks* inesperados sin poner en peligro sus funciones².

La estabilidad financiera ha sido un concepto esencial para configurar el actual sistema de supervisión financiera, emergido tras la crisis iniciada en los años 2007-2008, y sobre el que se asienta el actual marco de regulación. Como interés general a proteger, inspira toda la reforma regulatoria de la última década, tanto en España, como en la Unión Europea, y desde luego, en el ámbito internacional. En ese contexto, surgió el concepto de estabilidad financiera sistémica como bien jurídico de carácter colectivo

2. El concepto de estabilidad financiera fue acordado por el Comité de Estabilidad Financiera (CESFI), del que forma parte el Banco de España, la CNMV, la Dirección General del Tesoro y la Dirección General de Seguros, y que preside el Secretario de Estado de Economía. Este Comité fue creado por un acuerdo de cooperación firmado en 2006 entre estas instituciones y su principal objetivo es fomentar la cooperación entre ellas para la prevención y gestión de crisis con efectos potencialmente sistémicos. Vid. VEGARA, D., «Funciones y objetivos del Comité de Estabilidad Financiera», en *Revista de Estabilidad Financiera* n.º 11, noviembre de 2006, Ed. Banco de España, Madrid, 2006, p. 14. Disponible: <http://www.bde.es/fj/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/06/Fic/IEFnov06.pdf> (Consultada el 25 de marzo de 2021).

y global que es objeto de protección por la regulación financiera, y cuya importancia y significación se ha visto reforzada desde el punto de vista normativo a todos los niveles. El concepto de estabilidad financiera sistémica se identifica con el interés público que fundamenta las decisiones que los reguladores deben adoptar al ejercer sus funciones, y justifica la existencia de un bloque normativo especial. Así se recogió en la STJUE de 12 de marzo de 1996, que consideró que algunas medidas, en concreto las de gestión de crisis de entidades bancarias requieren «de la tutela administrativa a fin de garantizar no solo los intereses de los acreedores, sino también la estabilidad del sistema financiero y el mínimo coste para los recursos públicos». También, más recientemente, la STJUE de 8 de noviembre de 2016 dictada en el asunto C-41/15 Gerard Dowling y otros v. Minister for Finance de Irlanda, en relación con la compatibilidad de los intereses concurrentes, aclaró que los derechos recogidos en las normas generales societarias ceden en favor de las normas especiales bancarias, en caso de grave perturbación de la economía y del sistema financiero de un Estado miembro o de una amenaza sistémica para la estabilidad financiera de la Unión Europea. En estos casos, el TJUE establece que no puede considerarse que los intereses de los accionistas y de los acreedores prevalezcan sobre el interés público en la estabilidad del sistema financiero de la Unión Europea (en adelante, UE). Queda, por tanto, definida la estabilidad financiera como un interés público general y prevalente sobre los intereses particulares con los que pudiera concurrir. En este mismo sentido, también se pronunció la STJUE de 19 de julio de 2016, en el caso Kotnik y otros, C526/14, en su apartado 91³.

El concepto de estabilidad financiera está relacionado, además, con una de las funciones de la regulación en este ámbito, ya que el concepto amplio de supervisión se refiere a la ordenación o regulación, la inspección, y la disciplina de las entidades que desarrollan actividades financieras, como facultades de la actividad pública de intervención de la actividad de los operadores del mercado tendente a garantizar su solvencia y buen funcionamiento en cuanto incide en la estabilidad del conjunto del sistema, para lo que se aplica una serie de instrumentos de intervención pública⁴, o controles que no se identifican con el de la aplicación de normas jurídicas en sentido estricto⁵, aunque destaca la comprobación del cumplimiento de las normas prudenciales, como núcleo de la regulación financiera, y en su caso, en la intervención de entidades en supuestos de crisis⁶.

3. STJUE de 19 de julio de 2016, en el caso Kotnik y otros, C526/14 (EU:C:2016:570), en su apartado 91.

4. VEGA SERRANO, J.M., *La regulación bancaria*, Ed. La Ley, Madrid, 2011, p. 15.

5. DOWD, K. y HUTCHINSON, M., «How Should Financial Markets Be Regulated?», *Financial Markets*, *Cato Journal*, Vol. 34, N.º 2 (Spring/Summer), 2014, p. 354.

6. ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Ed. Marcial Pons, Barcelona, 2005, p. 45.

Su carácter global es evidente, pues las transacciones financieras ocurren hoy de forma transfronteriza, siendo esta una vía de transmisión de inestabilidades locales al resto del sistema internacional. Más aún, si nos referimos a la zona euro, el hecho de compartir una moneda común, puede implicar que las debilidades regionales ocurridas en un sistema financiero nacional, se comuniquen con facilidad al resto de los países que comparten la moneda común, lo que se evidenció con la crisis financiera originada en los años 2007-2008, motivando toda la reforma subsiguiente hasta llegar a la situación regulatoria actual que, como evolución necesaria del sistema regulatorio anterior, generó un sistema único de supervisión en el ámbito bancario⁷, y otros sistemas muy armonizados de supervisión del mercado de valores y del sector de fondos y pensiones, al crearse sinergias inevitables entre la estabilidad financiera y la monetaria. Todo ello descansa sobre la conexión que la estabilidad financiera tiene con la estabilidad de la moneda única y el buen funcionamiento del sistema de pagos, cuya vigilancia es una función atribuida al Banco Central Europeo que ostenta tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y otras entidades financieras, con excepción de las empresas de seguros –*ex artículo 127.5 y 6 TFUE*, en su redacción incorporada por el Tratado de Lisboa⁸–.

El actual sistema de regulación financiera sigue las recomendaciones propuestas por el Informe de Larosière⁹, que suponían la configuración de un nuevo sistema de supervisión en el que quedaban implicadas tanto las Instituciones europeas y otras autoridades de la Unión Europea, como las autoridades supervisoras nacionales de los Estados miembros, en el que debían participar necesariamente las de los Estados miembros de la eurozona, y podían adherirse voluntariamente las de los Estados miembros que no utilizaran moneda común, por los motivos expuestos. El sistema regulatorio ideado por el Grupo de Larosière pretendía dar cumplimiento al objetivo de diseñar un marco supervisor más eficiente, integrado y sostenible que el anterior, a requerimiento de la Comisión europea, que solicitó la focalización de la propuesta de aquellos puntos que se consideraban íntimamente relacionados con la estabilidad financiera, y que fueron: (1) cómo debe organizarse la supervisión en la UE para asegurar la solidez de las instituciones financieras y el funcionamiento ordenado de los mercados; (2) cómo mejorar la cooperación en Europa en el terreno del análisis y

7. Vid. Artículos 127 y ss. del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y Protocolo núm. 4. En este sentido se destaca en el artículo 127.1 TFUE que el «objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, denominado en lo sucesivo “SEBC”, será mantener la estabilidad de precios».

8. RODRÍGUEZ PELLITERO, J., «La unión bancaria en el contexto de la Unión Europea», *Revista de Derecho de la Unión Europea* n.º 28, enero-junio 2015, p. 64.

9. Informe del grupo de Larosière, *The High-level Group on financial supervision in the UE Report*, de 25 de febrero de 2009, Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf. Consultado el 12 de abril de 2021. (Consultado el 4 de marzo de 2021).

seguimiento de la estabilidad financiera, incluyendo la gestión de los riesgos entre sectores y entre países, y (3) cómo los supervisores de la UE deberían cooperar con los de otras jurisdicciones para salvaguardar la estabilidad financiera a nivel global¹⁰.

Este nuevo sistema se consideró una evolución del anterior, pretendiendo superar los defectos de su antecesor. De entrada, se caracteriza por diferenciar una supervisión macroprudencial, y una supervisión microprudencial¹¹. Esta segunda es la que debemos entender, realmente, como una mejora que evoluciona el sistema respecto del anterior¹², ya que la regulación macroprudencial no existía en el plano europeo antes de la gran reforma implementada en la segunda década del Siglo XXI, pero su existencia va a ser de mucha utilidad hoy para monitorizar los efectos de la pandemia por la COVID-19 en el sistema financiero de la eurozona. Así, sobre estas bases, se cimentó todo un sistema regulatorio que pretendía dotar de mayor estabilidad al sistema frente a debilidades sistémicas originadas por el propio funcionamiento del sistema financiero, estando muy reforzada la supervisión bancaria, para evitar volver al axioma *too big to fail*¹³, que era considerada la situación recurrente y viciada del anterior sistema. Así, surgió el sistema regulatorio actual, como estructura regulatoria fuerte para hacer frente a crisis futuras de la envergadura de la ocurrida en la primera década del Siglo XXI.

10. FIELD, L. y PÉREZ, D., «El informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE: el informe Larosière», *Estabilidad Financiera*, núm. 16, Banco de España, Madrid, 2009, p. 44.
11. El informe introdujo la distinción de los aspectos macroeconómicos y los microeconómicos. Hasta el momento no se había tenido en cuenta la regulación macroeconómica, y se propuso la creación de un nuevo organismo, denominado Consejo Europeo de Riesgos Sistémicos (CERS), que ha dado lugar a la Junta Europea de Riesgo Sistémico. Este organismo reúne y analiza toda la información pertinente para la estabilidad financiera, relativa a las condiciones macroeconómicas y a la evolución de la supervisión macroprudencial de todos los sectores financieros. Si se detectan riesgos de mal funcionamiento general del sistema monetario y financiero, deben advertir al FMI, al Foro de Estabilidad Financiera y al Banco de Pagos Internacionales (BPI) a fin de definir las acciones adecuadas a nivel tanto comunitario como mundial. Respecto a la supervisión microprudencial se propuso la creación de un Sistema Europeo de Supervisores Financieros (SEFS). Este Sistema se proyectó pensando en una red de supervisores descentralizada, en la que los supervisores nacionales seguirían llevando a cabo las labores cotidianas de supervisión, pero que se coordinarían a través de tres Autoridades europeas en cada uno de los sectores del mercado financiero.
12. MARTÍN MARÍN, J.L. y TÉLLEZ VALLE, C., «La regulación y supervisión del sistema financiero ante la crisis económica», *Boletín de Estudios Económicos* Vol. LXIV –N.º 198– Diciembre, 2009, p. 459.
13. GUTIÉRREZ LÓPEZ, C. y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, J.M., «Evolución del proceso de regulación bancaria hasta Basilea-2: Origen, características y posibles efectos» en *Pecunia*, n.º 2, 2006, pp. 23-63. Disponible en <http://revpubli.unileon.es/ojs/index.php/Pecunia/article/view/734>. Consultado el 11 de abril de 2021; y PLOSSER, C.I., «Fed Policy: Good Intentions, Risky Consequences», *Cato Journal*, Vol. 33, N.º 3, Fall, 2013, p. 350. Disponible en <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2013/9/cjv33n3-3.pdf>. Consultado el 18 de abril de 2021.

La pandemia por la COVID-19 vuelve a hacer planear la sombra de la crisis financiera de carácter sistémico, esta vez, por una situación externa al propio funcionamiento del mercado financiero, como elemento disruptivo de todos los mecanismos implementados para asegurar la tan ansiada estabilidad sistémica. El efecto de la pandemia en las economías mundiales es evidente, puesto que para paliar la expansión del virus, en todos los países se han adoptado medidas de distanciamiento social que han paralizado algunos sectores económicos y han ralentizado el crecimiento de otros. La irrupción de la COVID-19, como elemento sorpresivo y desestabilizador de todas las economías a nivel mundial, ha generado una indudable preocupación por el impacto que, en el sistema financiero, va a tener este hecho, preparándose diversas medidas de carácter regulatorio. El Banco de España en su Informe de Estabilidad Financiera de otoño de 2020 destacó que «La pandemia del COVID-19 y las restricciones implementadas para contenerla han tenido un impacto sin precedentes en la actividad económica global, y también en España, elevando notablemente los riesgos para la estabilidad financiera, que se han visto mitigados por la acción de política económica»¹⁴. Por ello, debe ser analizada la respuesta regulatoria a esta situación, con especial interés en el aspecto macroeconómico que es el que se ve más afectado en primera instancia.

II. ASPECTOS MACROECONÓMICOS DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA POST COVID-19

1. EL IMPACTO DE LA PANDEMIA POR COVID-19 EN EL ÁMBITO MACROECONÓMICO

La crisis financiera global anterior, iniciada en los años 2007-2008, mostró la elevada vulnerabilidad de las economías expuestas a *shocks* globales¹⁵. Aunque el origen de aquella crisis tenía un carácter microeconómico y endógeno, la relación de las debilidades en ese ámbito evidenció la conexión con la estabilidad financiera en el ámbito macroeconómico¹⁶. Sin duda, la pandemia por la COVID-19, irrumpió en un escenario en el que, desde el punto de vista regulatorio, la estabilidad macroeconómica aparecía reforzada existiendo mecanismos que aseguraban el control de las debilidades endógenas, pero la COVID-19 ha sido un elemento inesperado

14. BANCO DE ESPAÑA, *Informe de Estabilidad Financiera*, Otoño, 2020, Ed. Publicaciones del Banco de España, Madrid, 2020, p. 13. Disponible en: https://www.bde.es/ff/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/20/ficheros/IEF_Otono2020.pdf (consultado el 30 de abril de 2021).

15. GALLEGO, S., L'HOTELLERIE-FALLOIS, P. y LÓPEZ-VICENTE, F., «El Fondo Monetario Internacional y su papel como garante de la estabilidad financiera global» en *Boletín Económico* 4/2018, Ed. Publicaciones del Banco de España, Madrid, 2018, p. 3. Disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6764046> (consultado el 30 de abril de 2021).

16. Así lo recoge el Informe de Larosière como ponen de relieve FIELD, L. y PÉREZ, D., cit. «El informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera...», p. 55.

y externo al propio funcionamiento del sistema, considerado como una externalidad negativa¹⁷, que no sólo pone a prueba el sistema diseñado a partir del Informe de Larosière, sino que, además, genera la necesidad de adoptar medidas de emergencia consideradas excepcionales en el sistema de supervisión financiera europea actualmente vigente.

De entrada, la pandemia ha afectado negativamente a los flujos de caja del sector de las empresas no financieras, generando presiones en la liquidez y la solvencia¹⁸. Uno de los problemas remarcables en este contexto es la incertidumbre sobre la evolución de la emergencia sanitaria y, en consecuencia, sobre el proceso evolutivo de la recuperación económica.

Los reguladores del sector bancario ponen de relieve que la economía podría verse afectada por la incapacidad de recuperar la normalidad económica existente en el momento en que se encontraba antes de la crisis sanitaria. Concretamente, el Banco de España pone de manifiesto que los daños persistentes para la estabilidad financiera «podrían provenir, por ejemplo, de la posibilidad de que las medidas introducidas para otorgar liquidez a las empresas no logren evitar la insolvencia de una parte de ellas o de que la pérdida de ingresos de estos agentes durante la fase más aguda de la crisis se traduzca en un menor volumen de recursos para afrontar sus inversiones. Estas eventualidades darían pie a pérdidas de empleo, conducentes probablemente a la aparición de un componente significativo de paro de larga duración, con la consiguiente pérdida de empleabilidad de algunos trabajadores»¹⁹. En una primera fase, el papel del crédito a las empresas ha resultado esencial, y realmente muchas empresas han tratado de cubrir sus necesidades de liquidez recurriendo a la financiación bancaria, y en algunos casos, beneficiándose de los avales del Estado, aprobados por el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, a través de la línea ICO Avales COVID-19²⁰.

Sin embargo, la incertidumbre sobre la duración y la evolución de la pandemia, no permite descartar «el riesgo de que se produzcan quiebras de

17. DÍAZ, A., «El fondo de recuperación: un avance institucional para preservar la integración económica», ICE, *La Unión Europea tras la pandemia*, Septiembre-Octubre 2020. N.º 916, p. 88.

18. FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* (GFSR), octubre de 2020. Disponible en <https://www.imf.org/es/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020> (consultado el 1 de mayo de 2021).

19. BANCO DE ESPAÑA, *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2020*, pp. 2 y 4. Disponible en <https://www.bde.es/f/webbde/SES/AnalisisEconomico/AnalisisEconomico/ProyeccionesMacroeconomicas/ficheros/be08062020-proy.pdf> (Consultado el 1 de mayo de 2021).

20. BANCO DE ESPAÑA, «Evolución de la financiación bancaria para actividades productivas en el contexto de la crisis del COVID-19», *Informe Anual 2019 (Recuadro 4.3)*, 2020, p. 168. Disponible en: <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/13055> (consultado el 1 de mayo de 2021).

empresas viables, pero que se enfrentan a problemas transitorios de liquidez, con las implicaciones negativas que esto tendría en términos de destrucción de empleo y de tejido productivo, y, en definitiva, para el vigor y la velocidad del proceso de recuperación económica»²¹.

2. LAS MEDIDAS ADOPTADAS COMO RESPUESTA A LA CRISIS ECONÓMICA EN CIERNES

La vulnerabilidad de la estabilidad económica general podría afectar a la estabilidad del sistema financiero, y ello ha dado lugar a que se adopten medidas extraordinarias en forma de ayudas estatales que, en el caso de los Estados miembros de la Unión Europea parten, en gran medida, de las ayudas aprobadas en el marco de la Unión. En relación con ello, es destacable la respuesta efectuada a través de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) para evitar problemas de fragmentación financiera como los que se produjeron a raíz de la anterior crisis. Es remarcable la aprobación de un programa muy voluminoso de compra de activos, que incluye «la provisión de liquidez a las entidades financieras con condiciones muy favorables en el caso de que alcancen determinados objetivos de concesión de crédito a actividades productivas»²².

Como medida extraordinaria en este contexto, el Reglamento (UE) 2020/2094 del Consejo de 14 de diciembre de 2020, por el que se establece un Instrumento de Recuperación de la Unión Europea para apoyar la recuperación tras la crisis de la COVID-19, ha permitido inyectar liquidez en el sistema. El Considerando 2 de dicho Reglamento europeo hace referencia a la situación fáctica que lo fundamenta al indicar que «numerosas empresas están sufriendo escasez de liquidez, y su solvencia está en riesgo, mientras que los mercados financieros son muy volátiles». Se pretende, por tanto, evitar la transmisión de esta externalidad al sistema financiero, sirviendo las ayudas que regula de cortafuegos.

El Instrumento de recuperación se complementa con el Reglamento (UE) 2021/241 del Parlamento Europeo y del Consejo de 12 de febrero de 2021 por el que se establece el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, como respuesta urgente y coordinada frente al brote de COVID-19 tanto a nivel de la Unión, como a nivel nacional, dadas las previsible enormes consecuencias económicas y sociales, así como a los posibles efectos asimétricos, para los Estados miembros. Se trata de un Mecanismo de ayudas

21. HERNÁNDEZ DE COS, P., «El impacto de la crisis del Covid-19 sobre la estabilidad financiera», en *El sistema financiero en la crisis de la Covid-19. Retos y compromisos*, Seminario organizado en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, organizado por la Asociación de Periodistas de Información Económica, 2020, p. 4. Disponible en <https://www.bde.es/ff/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/hdc010920.pdf> (consultado el 1 de mayo de 2021).

22. HERNÁNDEZ DE COS, P., cit. «El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la estabilidad...», p. 4.

específico para que los Estados miembros puedan responder con mayor eficacia y de manera justa e inclusiva a las perturbaciones derivadas de la crisis económica asociada a la pandemia, y así, poder recuperarse de este tipo de situaciones con mayor rapidez, puesto que se considera que la reducción del gasto en sectores como la educación, la cultura y el creativo, y en la atención sanitaria puede resultar contraproducente para lograr una rápida recuperación. Se trata por tanto, de fomentar y facilitar las inyecciones de liquidez en las economías soberanas que, por la situación económica generada por la COVID-19, se pueden ver comprometidas.

Evidentemente, esto implica la admisión de un margen de maniobra a nivel presupuestario excepcional, que hace quebrar la regla general que impide la concesión de ayudas económicas destinadas a rescatar a las entidades financieras, y que se esgrimía con ocasión de la crisis iniciada en los años 2007-2008, prohibiendo la posibilidad de ofrecer ayudas públicas con destino sobre todo a la banca, y con la finalidad de estabilizar el sistema, debido a inestabilidades que resultaban de la imprudente o arriesgada gestión de las propias entidades al conceder crédito. Este es uno de los elementos diferenciales de la actual potencial crisis económica con la anterior, porque ahora el proceso podría considerarse inverso. Ahora, las ayudas aprobadas pretenden mantener la misma estabilidad sistémica siendo la solución a corto y medio plazo, pero para que las entidades financieras no se vean afectadas por la crisis económica debido a la ralentización de la actividad económica general por las medidas de gestión de la crisis sanitaria. Igualmente, se pretende evitar el contagio de la inestabilidad general a las economías soberanas comprometidas al prestar ayudas públicas para atender el mismo problema.

Las crisis soberanas al igual que las deudas privadas de la banca, pueden conllevar grandes debilidades sistémicas, y estas producir inestabilidades de precios, lo que afectaría a la estabilidad de la moneda única. Ello es consecuencia de la estrecha vinculación entre la estabilidad monetaria única y la de las economías de los Estados miembros. La comunicación de las debilidades entre el sistema financiero y las economías nacionales pueden seguir diversas dinámicas, pero es innegable su vinculación, como se puso de relieve en el caso de la crisis anterior iniciada en los años 2007-2008. En ese momento, se consideró que «la prociclicidad del nexo entre riesgo soberano y riesgo bancario se ha hecho evidente, y hemos podido ver situaciones en las que el deterioro del sistema financiero ha superado ampliamente la capacidad fiscal de un país (caso de Irlanda) o en las que el desequilibrio de las cuentas públicas, que ha traído consigo aumentos del spread soberano, han contribuido negativamente al encarecimiento de la financiación o hasta al cierre del mercado incluso para los bancos más solventes»²³. Como se ha indicado, ahora el impacto de las medidas para

23. MALDONADO, L., «La Unión Bancaria, un proceso irreversible en marcha», *Centro del Sector Financiero*, PwC e IE Business School, 2014, p. 6.

gestionar la crisis sanitaria dan lugar al proceso inverso, es decir, las inestabilidades no se transmitirían de los bancos a las economías soberanas, pasando por la moneda única, sino de las economías soberanas prestadoras de ayudas al sector empresarial, y al sector bancario en su rol de prestador de crédito, igualmente, con afección a la estabilidad de la moneda única.

Las debilidades de carácter macroeconómico no sólo pueden desestabilizar el sistema financiero, también la inestabilidad de este último puede generar consecuencias que no sólo cierran el círculo, sino que además pueden generar un bucle del que es difícil salir²⁴. La interacción está clara, y las últimas crisis han mostrado que la estabilidad financiera es una condición previa para que la economía real proporcione puestos de trabajo, crédito y crecimiento²⁵. Por su parte la recesión económica genera inestabilidad financiera, entre otros motivos, por la desconfianza en la buena salud del sector en estas situaciones. Entre todos estos aspectos se crean unas sinergias que vienen a afectar de algún modo a la estabilidad de las economías nacionales, de ahí que las medidas adoptadas deban contemplar todos los aspectos en los que se ha encontrado alguna debilidad.

Siendo el proceso actual similar al generado por la crisis anterior, pero inverso, las medidas adoptadas ahora son aquellas que el sistema regulatorio excluyó como inaceptables por su gran impacto en la estabilidad financiera general en la eurozona y que, además, aparecen prohibidas con carácter general en el artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, que excluye la posibilidad de que se conceda ningún tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros, en favor de instituciones, órganos u organismos de la Unión, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el Banco Central Europeo o los bancos centrales nacionales.

El Instrumento de Recuperación de la Unión Europea para apoyar la recuperación tras la crisis de la COVID-19, aprobado por el Reglamento (UE) 2020/2094, encuentra su base en el artículo 122 TFUE, concretamente sobre la excepción recogida en el artículo 122.2 TFUE, que permite que: «En caso de dificultades o en caso de serio riesgo de dificultades graves en un Estado miembro, ocasionadas por catástrofes naturales o

24. La extraordinaria influencia mutua entre Estados y sistema bancario se pone de relieve en BERGES, ONTIVEROS y VALERO, «La crisis bancaria y de deuda soberana en España: Orígenes e interrelaciones», *Ekonomiaz* N.º 84, 3er cuatrimestre, 2013, pp. 128-155.

25. Así se recoge como fundamento en el Reglamento n.º 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea la Junta Europea de Riesgo Sistémico.

acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiese controlar, el Consejo, a propuesta de la Comisión, podrá acordar, en determinadas condiciones, una ayuda financiera de la Unión al Estado miembro en cuestión». Sin duda, la pandemia es un acontecimiento excepcional que justifica la adopción de medidas extraordinarias que permitan mantener la estabilidad financiera a pesar de la situación. Tales medidas son de dos tipos, por un lado, préstamos a los Estados miembros, y por otro, ayudas no reembolsables, ayudas a través de instrumentos financieros o la provisión para garantías presupuestarias y gastos conexos²⁶. Incluso para conceder ayudas económicas y así paliar los efectos de la pandemia, durante el año 2020 algunos Estados miembros solicitaron y recibieron ayudas en base al Reglamento (CE) N.º 2012/2002 del Consejo de 11 de noviembre de 2002, por el que se creó el Fondo de Solidaridad de la Unión Europea previsto para conceder ayudas financieras para contribuir, cuanto antes, al restablecimiento de unas condiciones de vida normales en las regiones siniestradas por desastres naturales. Que es otra vía para la concesión de ayudas en el marco de la Unión Europea pero en un contexto diferente, sin vinculación directa al sistema financiero. Sin embargo, todo ello es una solución a corto y medio plazo.

3. LA LEGALIDAD DE LOS MECANISMOS PARA PRESTAR AYUDAS FINANCIERAS: CONSIDERACIÓN DE LOS ANTECEDENTES DEL MECANISMO DE RECUPERACIÓN Y RESILIENCIA

Las ayudas excepcionales concedidas sobre la base del artículo 122.2 del TFUE con ocasión de la crisis económica originada por la COVID-19 cuentan con antecedentes, como los previstos en el Reglamento UE 407/2010, por el que se estableció un Mecanismo europeo de estabilización financiera, que permitió que se pudieran conceder algunas ayudas para paliar los efectos de la crisis iniciada en los años 2007-2008. En su momento, se asimiló la inestabilidad financiera derivada de la crisis mundial de 2007-2008 a los acontecimientos excepcionales referidos en el artículo 122.2 del TFUE, para poder darles cobertura en el Tratado.

Al Mecanismo europeo de estabilización financiera le sucedió el Mecanismo Europeo de Estabilidad (en adelante, MEDE), que sustituyó al Fondo Europeo de Estabilización Financiera (FEEF), creado en 2010. El MEDE fue creado como institución inter-gubernamental de naturaleza jurídica internacional por el Tratado de Establecimiento del MEDE y al amparo del artículo 136 del TFUE, que necesitó ser modificado previamente mediante la Decisión 2011/199/UE, del Consejo Europeo de 25 de marzo, para así reforzar la coordinación y supervisión de la disciplina presupuestaria de los Estados miembros, a lo que se llegó aplicando el procedimiento simplificado

26. Vid. Considerando 9, Reglamento (UE) 2020/2094 del Consejo de 14 de diciembre de 2020 por el que se establece un Instrumento de Recuperación de la Unión Europea para apoyar la recuperación tras la crisis de la COVID-19.

de revisión del artículo 48.6 TFUE, modificación que fue objeto de cuestión prejudicial en relación con la validez y legalidad de la medida, y que fue resuelta por la STJUE dictada en el caso Pringle, asunto C-370/2012. En este caso, el TJUE confirmó la validez de la Decisión 2011/199/UE, y la compatibilidad del MEDE con los artículos 4.3 y 13 del TUE, y con los artículos 2.3, 3.1.c), 3.2, 119 a 123, y 125 a 127 todos ellos del TFUE, con los que se había planteado su incompatibilidad²⁷.

El objetivo del MEDE era lograr la estabilidad financiera en la Unión Económica y Monetaria de la UE mediante la concesión de apoyos financieros a los Estados miembros de la zona euro que se encontrasen en dificultades²⁸. Su aprobación no fue un proceso fácil, y realmente, es el resultado de un conjunto de pasos tendentes a esa finalidad, y no de un único acto²⁹, y habiéndose aprobado su creación por la vía de la cooperación reforzada entre algunos Estados miembros, ocurre que el MEDE queda fuera del funcionamiento de la Unión Europea a ciertos efectos, especialmente del control judicial de algunos aspectos del mismo³⁰, dado su carácter de institución financiera internacional³¹, no de entidad de la Unión Europea³². El

27. STJUE dictada en el caso Pringle, asunto C 370/2012, de 27 de diciembre, en el fallo (ECLI:EU:C:2012:756).

28. UGENA, R. (2016), «Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes», en ALONSO, C. (dir.), *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: Reformas pendientes y andantes*, Ed. Tirant lo Blanch (Valencia), 2016, p. 46.

29. Tras intentar sin éxito su aprobación mediante acuerdo de todos los Estados miembros de la UE, su creación se realizó a través del Tratado constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), firmado el 2 de febrero de 2012 por los países de la eurozona, y el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, que fue firmado el 2 de marzo de 2012 por 25 Estados de la Unión Europea (todos, menos el Reino Unido y la República Checa). Su creación se ha hecho al margen de los procedimientos de revisión previstos en los tratados constitutivos de la UE y aunque se trata de un tratado internacional que formalmente no modifica los Tratados constitutivos de la Unión sí regula materias propias de los mismos y encomienda labores de relevancia a instituciones de la UE. Además, podría ser ratificado también por los Estados miembros de la UE que no forman parte de la zona euro. Vid. MARTÍN Y PÉREZ DE NANCLARES, J., «El nuevo Tratado de estabilidad, coordinación y gobernanza de la UEM: Reflexiones a propósito de una peculiar reforma realizada fuera de los Tratados constitutivos», en *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, Año n.º 16, N.º 42, 2012, pp. 397-431.

30. FERRERES COMELLA, V., «La crisis del euro y la regla de oro: Problemas constitucionales», en *Actualidad Jurídica Uribe Menéndez*, Especial reformas estructurales / Extraordinario, 2012, p. 97.

31. Como declara el artículo 1 del Tratado constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), firmado el 2 de febrero de 2012. También, ALONSO GARCÍA, R., *Sistema jurídico de la Unión Europea*, ed. Civitas-Thomson Reuters, Navarra, 2012, p. 59. También PÉREZ RIVARÉS, J.A., «Instrumentos de coordinación en la Unión Europea en materia de rescate y resolución de entidades financieras», en *Revista de derecho bancario y bursátil*, Año n.º 32, N.º 131, 2013, p. 107.

32. Se constituyó por el Reino de Bélgica, la República Federal de Alemania, la República de Estonia, Irlanda, la República Helénica, el Reino de España, la República Francesa, la República Italiana, la República de Chipre, el Gran Ducado de Luxemburgo, Malta,

TJUE también se ha pronunciado sobre su naturaleza jurídica, considerándolo como un mecanismo de financiación³³.

La mayor dificultad que encontró el MEDE en su proceso de creación fue su compatibilidad con el TFUE, ya que se discutió sobre la ilegalidad de los rescates realizados a través del mecanismo de estabilización (su antecedente), cuestión sobre la que también se planteó una cuestión prejudicial ante el TJUE. Su particular fisonomía es realmente el punto en el que se encuentra la cuestión más controvertida del mismo. Ya sus antecedentes, el Fondo europeo de estabilidad financiera y el Mecanismo de Estabilización Financiera fueron objeto de controversia ante el TJUE (asunto Gauweiler y otros, C-62/14), quien en Sentencia de 16 de junio de 2015³⁴, resolvió la compatibilidad de las prohibiciones de los artículos 123 y ss del TFUE, con la posibilidad de que, a través de aquellos, el BCE comprara deuda soberana de los países rescatados, vinculando así los presupuestos de la UE con la inestabilidad financiera de los mismos, resolviéndose finalmente que, si bien en su faceta de director de la política monetaria como eje del SEBC, el BCE podía hacerlo, siempre que se hiciera con las suficientes garantías para no comprometer la estabilidad presupuestaria. Los mismos criterios se pueden extender al MEDE, siendo esta última condición, la que determina el motivo por el que se le reconoce preferencia al MEDE frente a otros acreedores con los que pueda concurrir (a excepción del FMI) para recuperar lo prestado. La interpretación realizada por la Sentencia Gauweiler (C-62/14) del TJUE, sobre el programa de compra de deuda pública del Banco Central Europeo, sirvió para estabilizar los mercados y a la zona euro en su conjunto durante el verano de 2012.

Aunque en el momento de los rescates de Grecia, Irlanda y Portugal todavía no se habían dado todos los acuerdos para la instauración de los actuales mecanismos de la unión bancaria, la intervención del BCE en la práctica, como un prestamista de última instancia de los Estados que lo necesitaban por carecer de liquidez, generó dudas sobre la legalidad de la medida de intervención, que no sólo no estaba prevista en el TFUE, sino que estaba y sigue estando, prohibida expresamente en el artículo 123 del TFUE. Fue Alemania quien planteó ante el TJUE la cuestión prejudicial sobre la interpretación correcta del artículo 123 TFUE en relación con la decisión del BCE sobre la compra masiva de deuda, que se realizó a través del programa OMT –de sus siglas en inglés, *Outright Monetary Transactions*–, y que fue anunciado por el Banco Central Europeo el 6 de septiembre de 2012. El programa suponía la compra de bonos soberanos en los mercados secundarios para apoyar financieramente a los Estados miembros

el Reino de los Países Bajos, la República de Austria, la República Portuguesa, la República de Eslovenia, la República Eslovaca y la República de Finlandia.

33. STJUE, caso Pringle, asunto C-370/2012, de 27 de noviembre de 2012 (ECLI:EU:C:2012:756).

34. STJUE, caso Gauweiler, asunto C-62/14, de 16 de junio de 2015 (ECLI:EU:C:2015:400).

con problemas, los cuales, igual que algunas de las Instituciones europeas impugnaron por diversos motivos³⁵, la cuestión prejudicial promovida por Alemania ante el TJUE. Finalmente, el TJUE, lo consideró compatible con el Derecho de la Unión, y entendió que con el MEDE no se sobrepasaban las atribuciones del BCE en materia de política monetaria, ni se violaba la prohibición de ofrecer financiación a los Estados miembros, confirmando la potestad del Banco Central Europeo para realizar compras masivas de deuda pública³⁶, de modo que se debe entender que el TJUE considera compatible el MEDE con la regulación del TFUE, y está autorizado para actuar como prestamista de última instancia de los Estados miembros, pero sólo bajo ciertas circunstancias.

En realidad, la posibilidad de intervenir en estos casos que se le reconoce al BCE, según el TJUE, deriva de la propia naturaleza del mismo como Banco Central, no estando vinculada a las competencias del mismo sobre supervisión prudencial, sino a sus competencias en materia de política monetaria, que son mucho más amplias. Para concretar si las medidas que adopta el BCE forman parte de la política monetaria se deben tener en cuenta, principalmente, los objetivos de esa medida, así como los medios que la medida utiliza para alcanzar esos objetivos³⁷.

La STJUE en el caso Gauweiler, también hizo una ponderación de la importancia de los objetivos perseguidos con las medidas acordadas, de modo que se consideró que «una medida de política monetaria no puede equipararse a una medida de política económica por el mero hecho de que pueda tener efectos indirectos en la estabilidad de la zona euro». De hecho, en base a los objetivos perseguidos, el TJUE diferenció entre el MEDE y el

35. Vid. n.º 18 de la Sentencia TJUE de fecha 16/06/2015. Gauweiler y otros. Asunto C-62/14, EU:C:2015:400. La cuestión prejudicial fue impugnada por Irlanda, los Gobiernos helénico, español, francés, italiano, neerlandés, portugués y finlandés, así como el Parlamento Europeo, la Comisión Europea y el BCE. También a las funciones que se reconocen al BCE en relación con el MEDE, se ha referido la STJUE de 20 de septiembre de 2016 en relación con la reestructuración bancaria de Chipre, en los asuntos acumulados C-105/15 P a C-109/15 P, y que declara en su número 56: «En cuanto al BCE, las funciones que le han sido atribuidas en el marco del Tratado MEDE consisten en evaluar la urgencia de las solicitudes de apoyo a la estabilidad (artículo 4, apartado 4), participar en las reuniones del Consejo de Gobernadores y del Consejo de Administración en calidad de observador (artículos 5, apartado 3, y 6, apartado 2) y, en coordinación con la Comisión, evaluar las solicitudes de apoyo a la estabilidad (artículo 13, apartado 1), negociar un Memorándum de Entendimiento (artículo 13, apartado 3) y velar por el cumplimiento de la condicionalidad asociada a la asistencia financiera (artículo 13, apartado 7) (sentencia de 27 de noviembre de 2012, Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, apartado 157)».

36. SARMIENTO RAMÍREZ-ESCUADERO, «La sentencia Gauweiler (C-62/14) del Tribunal de Justicia de la Unión Europea sobre el programa de compra de deuda pública del Banco Central Europeo», en *Revista Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 41, 2015, p. 1.

37. Vid. n.º 46 de la STJUE Gauweiler y otros, Asunto C-62/14, EU:C:2015:400, y también la Sentencia TJUE Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, apartados 53 y 55.

SEBC, considerando que el programa OMT se consideró una medida necesaria para mantener la estabilidad de precios como actividad propia de las funciones del SEBC, mientras que la intervención del MEDE pretende salvaguardar la estabilidad de la zona euro, objetivo que no está comprendido en el ámbito de la política monetaria³⁸. No faltaron opiniones de quienes consideraron que, a pesar de la distinción de funciones del BCE como eje de la política monetaria en el SEBC y como supervisor prudencial vía 127.6 TFUE, la posibilidad de que el BCE actuase como prestamista de última instancia en el SEBC no debe ser puesta nunca en duda cualquiera que sea su fundamento³⁹.

Estas conclusiones nos sirven hoy para no cuestionar la legalidad de las ayudas que puedan acordarse en previsión a una crisis financiera post COVID-19, no sólo por la similitud de su finalidad, sino porque, como se ha indicado, el origen de la crisis actual no se encuentra en el mal funcionamiento del sistema, ni en la gestión imprudente de entidades de crédito de las que se pueda predicar la máxima *too big to fail*, sino que, la crisis financiera actual tiene su origen en una externalidad como es la pandemia por coronavirus, lo que justifica, con más razón, la adopción de medidas de ayuda, al no intervenir otras razones de índole ética que fundamenten lo contrario, como el denominado *moral hazard*.

4. ¿POR QUÉ CREAR UN MECANISMO DE RECUPERACIÓN Y RESILIENCIA?

El MEDE se activó para conceder ayudas que sirvieran para afrontar la crisis del coronavirus en un primer momento, en abril de 2020⁴⁰. Pero, aunque se considera como un instrumento financiero para conceder ayudas de emergencia, su insuficiencia ante la crisis que pudiera devenir de la pandemia, deriva de que no es un mecanismo integrado en la UE, sino creado al margen del mismo a través del procedimiento de cooperación necesaria, y queda fuera del marco comunitario⁴¹. En consecuencia, sólo forman parte del mismo, algunos de los Estados miembros de la eurozona, y no todos los miembros de la Unión Europea. Sin embargo, la crisis económica derivada de la COVID-19 es una externalidad respecto al sistema financiero, que afecta a todos los miembros de la eurozona, incluso a los que no podrían recibir ayudas a través del MEDE, y sin embargo, si sufriesen el impacto de

38. Vid. n.º 64 de la STJUE Gauweiler y otros, Asunto C-62/14, EU:C:2015:400, en relación con la Sentencia Pringle, C-370/12, EU:C:2012:756, apartado 56.

39. AGLIETTA, M. y SCIALOM, L., «El desafío de la integración europea para las políticas prudenciales», en *Integración & comercio*, n.º 20, 2004, pp. 49-100.

40. PELLICER, L., «La UE acuerda desbloquear las ayudas de medio billón de euros contra la crisis del coronavirus», *El País*, 10 de abril de 2020. Disponible en: <https://elpais.com/economia/2020-04-09/la-ue-acuerda-desbloquear-las-ayudas-de-medio-billon-de-euros-contra-la-crisis-del-coronavirus.html> (Consultado el 29 de abril de 2021).

41. ARCE, O., KATARYNIUK, I., MARÍN, P. y PÉREZ, J.J., «Reflexiones sobre el diseño de un fondo de recuperación europeo», *Documentos Ocasionales* N.º 2014, Banco de España, Madrid, 2020, p. 21.

la crisis más gravemente sí podrían transmitir sus debilidades al resto de los miembros de la UE, dada la comunicación de riesgos dentro del mercado común, que luego podría trasladarse a la inestabilidad de la moneda única. Como externalidad, la crisis económica derivada de la crisis sanitaria afecta a otros sectores económicos, pudiendo verse afectado el sistema financiero, pero no siendo el origen del problema, ni tampoco el único ámbito destinatario de ayudas.

Al tener el MEDE un potencial de financiación limitado⁴², son ahora necesarias ayudas específicas como las previstas en el Reglamento (UE) 2020/2094 del Consejo de 14 de diciembre de 2020, por el que se establece un Instrumento de Recuperación de la Unión Europea, y el Reglamento (UE) 2021/241 del Parlamento Europeo y del Consejo de 12 de febrero de 2021, por el que se establece el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia. Las ayudas que estos Reglamentos prevén para afrontar los efectos económicos de la pandemia por la COVID-19 han supuesto, para algunos, la «revisión del marco de ayudas de Estado que sigue siendo posible llevar a cabo recapitalizaciones preventivas de los bancos con el fin de recuperar el capital o la liquidez de los mismos, y que ello no implica considerar que los bancos que los reciban deban ser considerados inviables, *failing or likely to fail*»⁴³. Sin embargo, en nuestra opinión estamos ante ayudas que tienen un fundamento diferente a las concedidas a través del Fondo Único de Resolución (en adelante, FUR), y también una finalidad distinta vinculada con la estabilidad macroeconómica, lo que los diferencia fundamentalmente de los rescates bancarios que pudieran acordarse en el marco del Mecanismo Único de Resolución (en adelante, MUR), en cuanto que este último tiene un trasfondo microeconómico en el que la entidad afectada pudiera ser objeto de rescate o *bail-out* de forma excepcional, cuando su hundimiento pudiera repercutir en la estabilidad del sistema financiero. Las ayudas que pueden concederse a tal fin por el Fondo Único de Resolución tienen una implicación microeconómica quedando ligadas a la supervisión prudencial de entidades de crédito, a pesar de que por su relevancia, la crisis de la entidad se pueda convertir en un problema para la estabilidad del sistema financiero, por el carácter sistémico de la entidad. Esta es, en nuestra opinión, una situación diferente a la de las ayudas previstas por el reciente Reglamento (UE) 2020/2094 y por el Reglamento (UE) 2021/241, a pesar de que algunas voces ven en tales ayudas «un golpe importante en contra del MUR y de la unión bancaria pues aunque no odia en sí mismo el marco de resolución, da un mayor margen a los países para intervenir, de manera unilateral y eludiendo el marco comunitario, en sus respectivos sistemas bancarios, eximiéndoles además de la obligación de hacer *burden-sharing*

42. TRILLO, D. Y ALONSO, N., «La Unión Europea en la encrucijada: alternativas de recuperación económica», *ICEI Papers*, Instituto Complutense de Estudios Internacionales, 2020, p. 3.

43. SÁNCHEZ BARRIO, R., «¿Qué fue de la unión bancaria europea?», *ICE, La Unión Europea tras la pandemia*, Septiembre-Octubre, N.º 916, 2020, p. 123.

e incrementando con ello el coste derivado de las pérdidas bancarias para los contribuyentes»⁴⁴.

Realmente, podemos mantener que esto no es así, en cuanto que las ayudas de recuperación y resiliencia frente a la crisis económica originada por la pandemia, sirven para afrontar una situación excepcional, generalizada y global, que encarna la excepción del artículo 122.2 del TFUE que le sirve como fundamento, y que distan mucho de poderse identificar con una situación de crisis también sistémica pero consecuencia de la situación de bancarrota o proximidad a la bancarrota, o de iliquidez o proximidad a la liquidez que pudiera derivarse de una sola entidad de crédito, que es en definitiva, lo que pretende evitar el MUR, como instrumento de regulación microeconómica, a pesar de que pretende evitar problemas que podrían trasladarse al ámbito macroeconómico. Esto es reflejo de que, efectivamente, nos encontramos ahora en un proceso de estrés del sistema financiero que es inverso al que se afrontó con la crisis de 2007-2008, aunque con posibilidades de que las debilidades de otros sectores económicos se transfieran al mercado financiero y a las economías soberanas, que sí es un elemento coincidente en ambas crisis. En este sentido, el efecto de transmisión de la inestabilidad financiera a las economías soberanas quedó patente con la crisis de 2007-2008⁴⁵, porque el riesgo moral –*moral hazard*– que aún tenía cabida en el sistema regulador bancario anterior a la reforma de la última década, no penalizaba seriamente la relajación de las prácticas financieras por las entidades privadas, asumiendo riesgos excesivos, y estas actuaban con la confianza de que el Estado haría siempre todo lo necesario para mantener la estabilidad del sistema, llegando a rescatarlas. El MUR fue la solución ideada para romper este círculo vicioso perverso, y supuso la unificación de los mecanismos nacionales de resolución de entidades de crédito integrándose como uno de los pilares de la unión bancaria, para romper las sinergias negativas entre deuda soberana de los Estados y el balance de sus entidades de crédito⁴⁶. La unión bancaria realmente está

44. SÁNCHEZ BARRIO, R., cit. «¿Qué fue de la unión bancaria europea?», *ICE, La Unión Europea tras la pandemia*, Septiembre-Octubre. N.º 916, 2020, p. 124.

45. Al mismo tiempo que se conocían los indicios de la crisis en el ámbito inmobiliario y en el sector de la construcción, así como en el bancario, se conocieron las debilidades en algunas economías estatales vinculadas a «la caída de los ingresos fiscales de los Estados y del aumento del gasto público», ambos creando tensiones en el mercado de deuda soberana. Vid. UGENA, R., cit. «Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes», en ALONSO, C. (dir.), *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: Reformas pendientes y andantes*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, p. 31.

46. VERGARA FIGUERAS, D., «Una panorámica de la unión bancaria», en *Revista Estabilidad Financiera*, Núm. 27, Ed. Banco de España, Madrid, 2014, p. 17. Vid. también la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo «Hoja de ruta hacia una unión bancaria», COM(2012) 510, de 12 de septiembre de 2012, p. 2. Se recoge la idea de que es la solución para «romper el vínculo entre deuda del Estado y deuda bancaria y el círculo vicioso que ha llevado a la utilización de más de 4,5 billones EUR de dinero de los contribuyentes para rescatar a los bancos en la UE».

integrada por cinco elementos: un Código normativo único⁴⁷, el Mecanismo Único de Supervisión, el Mecanismo Único de Resolución, el Mecanismo de Estabilidad (aunque quede fuera de la UE), y un Fondo Europeo de Garantía de Depósitos⁴⁸. Los Mecanismos Europeos de Supervisión, de Resolución y de Estabilidad, están interrelacionados, y en cierto modo, la eficacia de cada uno de ellos depende de la de los demás⁴⁹. A la vista de la conexión entre la deuda soberana y las crisis financieras, y de cómo incide la vinculación entre ambas para dificultar la superación de las debilidades, no podemos sino afirmar la importancia de los Mecanismos de Resolución y de Estabilidad como acompañantes necesarios e integrados junto con el Mecanismo Único de Supervisión (en adelante MUS), que tiene un carácter control microeconómico.

El MUR, como pieza clave del nuevo sistema de regulación bancaria, no estuvo exento de críticas, ya que se consideró que el nuevo sistema, adolecía de un sistema de mutualización de garantías sobre los depósitos bancarios para reducir la fragmentación financiera en la eurozona, autorizando al Banco Central Europeo para la compra directa de deuda pública de los Estados miembros, medida que requeriría una reforma del TFUE, y serviría también para la financiación de deuda soberana. Concretamente, se ha destacado que «...el BCE, (...), debe ser más activo en la compra directa de deuda pública, de la misma forma que lo hace la Reserva Federal, en lugar de utilizar a los bancos como canal prioritario de la financiación de la deuda soberana. En estos momentos, los Tratados no permiten dicha financiación a través del mercado primario, motivo por el cual el BCE sólo

47. El código normativo único o *single rulebook*, contempla tres vertientes normativas. La primera, contiene la normativa sobre requerimientos de capital que son la introducción de las reglas de Basilea III al Derecho europeo (Directiva 2013/36/UE, y Reglamento UE n.º 575/2013). La segunda recoge la Directiva 2014/59/UE, de recuperación y resolución bancaria, que contempla medidas de resolución para entidades no viables y regula el proceso de rescate interno, que consiste en la asunción jerarquizada de pérdidas por parte de accionistas y acreedores, además de prever la financiación del Fondo Único de Resolución. La tercera se concentra en la Directiva de los Sistemas de Garantía de Depósitos 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 relativa a los Sistemas de Garantía de Depósitos. Vid. MALDONADO, L., «La Unión Bancaria: ahora empieza de verdad», *Informe del Centro del Sector Financiero*, PwC e IE Business School, 2014, p. 11, Ed. Centro del Sector Financiero PwC e IE Business School, Madrid. Disponible en <http://csf.ie.edu/publicaciones>.

48. Así lo destacó el Vicepresidente del BCE, CONSTÂNCIO, V., en la segunda conferencia sobre regulación y supervisión en la UE: «Banking and Supervision under Transformation», organizada por la *Financial Supervisory Authority*, en Helsinki, 12 de febrero de 2013. Disponible en <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130212.en.html> (Consultado el 15 de abril de 2021).

49. Muchos estudios tratan la necesidad de los instrumentos indicados. Algunos destacan el protagonismo de unos sobre otros, como por ejemplo, del mecanismo único de supervisión, y del mecanismo único de resolución de entidades cuya viabilidad se ve amenazada, vid. BENZO, A., «Construir una Unión Bancaria», en *Papeles de Economía Española*, N.º 137, 2013, p. 29.

ha intervenido en el mercado secundario»⁵⁰. Otros han destacado que la eliminación del riesgo moral depende, en una parte importante, del sistema de reestructuración de deuda soberana que se acoja. Al respecto se han realizado interesantes propuestas en el sentido de que es necesario un cambio en la forma en que el Fondo Monetario Internacional presta ayuda, y el establecimiento de un régimen de reestructuración de deuda soberana en Europa, en el cual, todavía no se ha pensado desde el punto de vista normativo⁵¹, proponiéndose que el Mecanismo Europeo de Estabilidad debería también ser mejorado, incorporando un procedimiento judicial, de carácter concursal⁵². Igualmente, se han destacado las medidas que inciden en la reestructuración de la deuda tanto *ex ante* (mediante pactos previos que permitirán una mejor reestructuración de la deuda llegado el caso de ser necesario), como *ex post* (con un tratamiento adecuado de la deuda en el momento de su reestructuración)⁵³.

Todo ello tiene su base en el hecho de que las ayudas estatales, ante crisis económicas, son una solución a corto y medio plazo, pero evitada la debacle, posteriormente sigue un proceso de desendeudamiento que es lo que permanece a largo plazo, lo que hace que algunos se planteen, bien como alternativa, bien como solución complementaria, la emisión de eurobonos y de valores respaldados por bonos soberanos.

5. LOS EUROBONOS Y LOS VALORES RESPALDADOS POR BONOS SOBERANOS O «SOVEREIGN BOND-BACKED SECURITIES»

Siendo el problema mayormente y en primera instancia de carácter macroeconómico, se han planteado otras soluciones que podrían establecerse, al menos, como complementarias, a las ayudas ofrecidas en el marco del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia. El Reglamento (UE) 2021/241, en su considerando 8 lo configura como una herramienta innovadora para proporcionar ayuda financiera significativa y eficaz para intensificar las reformas sostenibles y las inversiones públicas conexas en los Estados miembros, sin descartar que se fomente la inversión privada a

50. VERGES, ONTIVEROS y VALERO, cit. «La crisis bancaria y de deuda soberana en España...», p. 154.

51. BUCHHEIT y otros, «Policy Proposals for the Euro Area and Beyond», en *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, Ed. Brookings Institution, 2013, pp. 1-57. Disponible en: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/CIEPR_2013_Revisiting-SovereignBankruptcyReport.pdf (Consultado el 15 de abril de 2021).

52. El tema se trata ampliamente por PAULUS y TIRADO, en «Sweet and lowdown: a resolvency process and the eurozone's crisis management framework», en *Law and Economics Yearly Review*, Ed. Fondazione Capriglione – Queen Mary University of London, 2013, 32 pp.

53. MODY A., «Sovereign debt and its restructuring framework in the euro area», *Bruegel Working Paper 2013/05*, Ed. University of Pittsburgh, 2013, p. 5. Disponible en [http://aei.pitt.edu/43182/1/Sovereign_debt_and_its_restructuring_framework_in_the_euro_area_\(English\).pdf](http://aei.pitt.edu/43182/1/Sovereign_debt_and_its_restructuring_framework_in_the_euro_area_(English).pdf) (Consultado el 14 de abril de 2021).

través de programas de inversión pública, en particular, de instrumentos financieros, subvenciones y otros instrumentos, siempre que se respeten las normas en materia de ayudas estatales. Así, el propio Reglamento (UE) regulador del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia no descarta la emisión de instrumentos financieros que fomenten la inversión a través de compra de deuda pública.

En un momento inicial, tras declararse la pandemia y a la vista de las previsiones en la caída de los PIB nacionales a escala mundial, los eurobonos volvieron al debate público al constatarse de nuevo la insuficiencia de los mecanismos privados para mutualizar riesgos entre países tras la irrupción de la COVID-19. Es decir, se volvió la mirada al mecanismo fiscal⁵⁴. En este sentido, se defendió que la situación generada por la pandemia creó la necesidad de un activo común sin riesgo para que los mecanismos de mutualización de riesgo privados (sistema bancario y mercado de capitales) funcionasen correctamente y permitiesen avanzar en el proceso de integración económica. En relación con ello, la Comisión Europea y el Consejo Europeo consideraron que ese activo sin riesgo, en su caso, debería ser emitido por la Comisión Europea. La razón es que la Comisión actúa como el gobierno de la Unión⁵⁵ (o ejecutivo desde el punto de vista de la división de poderes). Quienes apoyan esta tesis consideran conveniente que se configure como un desarrollo del MEDE para logra una mayor integración financiera y así reforzar la función de estabilización macroeconómica para el conjunto de la zona del euro⁵⁶. Su emisión se planteó con ocasión de la crisis iniciada en los años 2007-2008, y en aquel momento se señaló que, dadas la diferencias entre la estabilidad económica de los diferentes Estados miembros, su emisión serviría para mejorar el rating de la deuda soberana de los países más afectados por aquella crisis, en cuanto que habían perdido la máxima calificación para su deuda como «AAA», puesto que la emisión de bonos conjuntos, incrementaría la calificación del bono resultante y podría reforzar la disciplina presupuestaria de los Estados⁵⁷. Iniciada la pandemia, se volvió a plantear esta respuesta como solución para mitigar el impacto de la contención en oferta y demanda, consecuencia de las medidas de confinamiento, de modo que no se produjeran daños irreparables al sector productivo⁵⁸. Pero tampoco en esta ocasión se llegó a un consenso, pues también se apuntan desventajas como la de que no se asegura con ellos la solvencia soberana y tampoco se elimina el riesgo moral o *moral*

54. DÍAZ, A., cit. «El fondo de recuperación: un avance institucional...», p. 85.

55. DÍAZ, A., cit. «El fondo de recuperación: un avance institucional...», p. 86.

56. ANCHUELO CREGO, A., «Cómo completar la Unión Monetaria Europea», *ICE, Globalización, Integración y Desarrollo Económico*, Mayo-Junio, 2017. N.º 896, p. 163.

57. OCÓN GARCÉS P., «La crisis de la deuda en la Zona Euro: gobernanza económica y eurobonos», *Cuadernos Cantabria Europa*, Dirección General de Economía y Asuntos Europeos (Gobierno de Cantabria), Santander, 2011, pp. 71 y 73.

58. AYALA GARCÍA, I.H., «Covid19: contención y reconstrucción. Implicaciones para la eurozona», *ICEI Papers*, Instituto Complutense de Estudios Internacionales, 2020, p. 3.

hazard respecto de las entidades de crédito, uniéndose a tales inconvenientes, la reticencia de algunos Estados miembros, lo que para algunos hace que este debate vaya a seguir estando vigente por más tiempo⁵⁹, toda vez que es una medida que implica una mayor integración del mercado financiero europeo, lo que sin duda es una tendencia de la última década.

Otra solución plantada para inyectar liquidez al sistema, pero que se comenzó a idear antes de comenzar la pandemia, recae sobre los valores respaldados por bonos públicos o *sovereign bondbacked securities* (SBBS, de sus siglas en inglés) cuya regulación definitiva está pendiente. Al respecto existe una propuesta de 2018, en la que se definen estos activos como valores respaldados por una cartera diversificada de bonos estatales denominados en euros. La diferencia de estos con los eurobonos esquivando uno de los hándicaps alegados por los Estados miembros que se oponen a los eurobonos, puesto que los SBBS se crean a través de contratos privados y no mutualizan los riesgos soberanos, siendo cada gobierno de los diferentes Estados miembros responsable del servicio de sus propias obligaciones de deuda⁶⁰.

El diseño propuesto de SBBS tiene como objetivo mantener el *status quo* fiscal sin obstaculizar posibles reformas futuras del marco fiscal. En este sentido, los SBBS se diseñan respetando las responsabilidades de gobiernos individuales dentro del marco de política fiscal vigente. Si se aprobasen estos valores se emitirían por entidades sin ningún riesgo, y sin estar garantizados por las instituciones de la UE o los Estados miembros. Por lo tanto, su emisión no implica ninguna promesa incorporada de ofrecer una fuente estable de financiación para los gobiernos, y sin embargo sí pueden beneficiarse de la capitalización con cargo a la inversión privada.

En 2015, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea inició una revisión de la normativa sobre el tratamiento de exposiciones soberanas y publicó un documento de debate en diciembre de 2017 incluyendo ponderaciones de riesgo positivas para exposiciones soberanas. Sin embargo, aún no se ha alcanzado un consenso sobre la realización de cambios en el tratamiento regulatorio de las exposiciones soberanas.

Desde el punto de vista prudencial, para que se puedan emitir se considera necesaria la aprobación de un marco regulatorio prudencial habilitante para reflejar la singularidad de las propiedades de los SBBS. El propósito de tal legislación debería ser establecer las condiciones para que un producto se clasifique como SBBS (en términos de composición de la cartera y

59. JONES, E., «The “eurobond” proposal: A changelling path towards integration», *Funcas SEFO*, Vol. 6, n.º 5, 2017, pp. 7-10.

60. ESRB/JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO, *Sovereign bond-backed securities: a feasibility study – Volume I: main findings*, ESRB High-Level Task Force on Safe Assets, 2018, p. 4. Disponible en https://www.esrb.europa.eu/pub/task_force_safe_assets/shared/pdf/esrb.report290118_sbbs_volume_I_mainfindings.en.pdf (Consultado el 27 de abril de 2021).

antigüedad), y definir el tratamiento regulatorio de todos los valores, que deberían reflejar sus respectivas propiedades de riesgo. Por el momento, su regulación está pendiente.

III. ASPECTOS MICROECONÓMICOS INCIDENTALS EN LA ESTABILIDAD FINANCIERA POST COVID-19

La estabilidad financiera en la zona euro, no sólo se basa en medidas de carácter macroeconómico, a las que en este estudio estamos dando mayor protagonismo, debido a que los efectos de la crisis económica derivada de la COVID-19 conlleva mayor implicación macroeconómica, al menos en su fase inicial. También la estabilidad financiera depende de la regulación microeconómica, debiendo en este ámbito adoptarse las medidas necesarias para que las debilidades de otros sectores no lleguen a afectar a un nivel individual a las entidades, las cuales, cuando son sistémicas, tienen capacidad para desestabilizar todo el sistema financiero, como ocurrió con la crisis iniciada en los años 2007-2008.

De aquella crisis no sólo obtuvimos sabias lecciones, también de ella es consecuencia la regeneración del sistema de supervisión financiera, que resurgió reforzado⁶¹. Esto hace que el aspecto microeconómico de la estabilidad del sistema financiero quede protegido, al menos de momento, debido a los amplios colchones de capital y liquidez⁶². En relación con ello, la unión bancaria ha supuesto la exigencia de los estándares internacionales diseñados por el Comité de Basilea, y que son asumidos estrictamente por el Derecho de la Unión Europea⁶³, y desde el Derecho europeo, estos estándares pasan a los ordenamientos de los Estados miembros como conjunto de normas jurídicas con plenos efectos vinculantes. La unificación de la normativa europea se produjo con el Reglamento (UE) N.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y la Directiva 2013/36/UE, que constituyen el marco jurídico básico que regula el acceso a la actividad, el marco de supervisión y las disposiciones prudenciales de

61. Para una mayor profundidad sobre el nuevo sistema *vid.* LARA ORTIZ, M.L., *La supervisión bancaria europea: Régimen jurídico*, Instituto Nacional de Administración Pública (INAP) – McGraw-Hill Interamericana de España, 2018, 175 pp.

62. ROLDÁN, T., GARCÍA PASCUAL, A., y REY, P., «Política económica contra el coronavirus: impacto y respuestas para España», *EcPol Insight*, Esade, Marzo 2020, p. 14.

63. *Vid.* considerando n.º 79 y ss. Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013. Además, el Grupo de Alto Nivel sobre la Supervisión Financiera en la UE, presidido por Jacques de Larosière, propuso a la Unión desarrollar una normativa financiera más armonizada y el Consejo Europeo de 18 y 19 de junio de 2009 subrayó también la necesidad de crear un código normativo europeo único aplicable a todas las entidades de crédito y empresas de inversión en el mercado interior. Este proyecto surge de forma paralela a la gestación de los estándares internacionales de Basilea III.

las entidades de crédito y las empresas de inversión, posteriormente desarrollados y completados con numerosas normas. En base a estas normas, la supervisión prudencial se configuró como una regulación de mínimos que no impide la adopción de medidas reglamentarias más restrictivas si sus particularidades nacionales lo aconsejan para proteger su estabilidad financiera⁶⁴.

Esto, junto con todas las medidas diseñadas a partir del Informe de Larosière, es lo que infunde cierta tranquilidad al respecto. Sin embargo, la inquietud deriva actualmente de la magnitud mundial de la crisis económica con origen en la pandemia, y de la posible relajación de las estrictas medidas impuestas tras la crisis 2007-2008. En este sentido, el coronavirus ha hecho que se atenúe la rigidez del Pacto de Estabilidad con la activación de su cláusula general de salvaguardia por la Comisión el 20 de marzo de 2020, en base a los artículos 5.1, 6.3, 9.1, y 10.3 del Reglamento (CE) 1466/97 y en los artículos 3.5 y 5.2, del Reglamento (CE) 1467/97 del Consejo que facilitan la coordinación de las políticas presupuestarias en tiempos de grave recesión económica, lo que se prevé como consecuencia de la pandemia de la COVID-19. Aunque esta medida no suspende los procedimientos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, sí permite a los Estados miembros no cumplir los requisitos presupuestarios que se aplicarían en condiciones normales⁶⁵, lo que a largo plazo puede producir inestabilidades para las deudas soberanas.

En relación con la solvencia de las entidades de crédito, el FMI emitió en octubre de 2020 un *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* (GFSR, de sus siglas en inglés), poniendo de relieve el carácter exógeno de la crisis originada por la pandemia, al destacar que al inicio de la actual crisis debida a la COVID-19 los bancos contaban con niveles de capitalización mayores que los observados antes de la crisis financiera mundial de 2008. A pesar de que las autoridades no han tardado en desplegar una batería de políticas para apuntalar la actividad económica y la capacidad de préstamo de los bancos, la enorme magnitud del shock y el probable aumento de los incumplimientos entre las empresas y los particulares se prevén como problemáticos para la rentabilidad y las posiciones de capital de los bancos según el FMI que, en base a una simulación prospectiva de la trayectoria de los coeficientes de capital en una muestra de 350 bancos de 29 jurisdicciones, que representan el 73% de los activos bancarios mundiales, mostró que «esos coeficientes disminuirían como consecuencia de la

64. También en Recomendación n.º 10, Informe del grupo de Larosière (The High-level Group on financial supervision in the UE Report), de 25 de febrero de 2009, Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf. Consultado el 12 de abril de 2021.

65. En este sentido, el Considerando 5, Recomendación del Consejo de 20 de julio de 2020 relativa al Programa Nacional de Reformas de 2020 de España y por la que se emite un Dictamen del Consejo sobre el Programa de Estabilidad para 2020 de España.

crisis de la COVID-19, pero que en promedio permanecerían holgadamente por encima de los mínimos regulatorios», y por ello concluyó que el equivalente a 9,3% de los activos bancarios de la muestra, podría no cumplir con los requisitos mínimos de capital regulador en un escenario adverso. Al respecto se valora positivamente la aplicación de garantías públicas sobre préstamos y otras políticas específicas para bancos que modifican el cálculo de los coeficientes de capital, ya que ayudarán a frenar la disminución de los coeficientes de capital declarados y reducirán la incidencia de los déficits de capital bancario. Por ello, se recomienda que se monitorice la situación por las autoridades para verificar la capacidad de los bancos para absorber pérdidas y el nivel general de endeudamiento si la crisis persiste⁶⁶. En realidad, en este caso, que se produzcan inestabilidades microeconómicas dependerá de la duración de la pandemia y de la efectividad de las medidas de carácter macroeconómico que se vayan aplicando para revertir el efecto adverso de la crisis sanitaria.

Al margen de todo ello, también incidirán en la evolución futura de la estabilidad en el aspecto microeconómico, las medidas que dinamicen el mercado financiero, de entre las que destacan algunas iniciativas que ya estaban en marcha cuando comenzó la pandemia, como la digitalización del mismo. Sin duda, el fenómeno de la digitalización financiera que ya cuenta con un paquete de medidas en el *Digital Finance Package* (desde septiembre de 2020)⁶⁷, va a ser un incentivo para potenciar la innovación financiera, que en general, plantea retos regulatorios *ex ante*, entendidos como barreras de entrada a la actividad supervisada (caso de las autorizaciones administrativas y las correspondientes obligaciones de información, estructura interna, requisitos en materia contable, etc.), y controles *ex post* (supervisión pública y correspondiente sanción de conductas infractoras)⁶⁸. Estos retos requieren de una normativa adaptada a los diferentes tipos de productos financieros, algunos de ellos en debate, con propuestas normativas firmes, y otros ya regulados, pero que, en todos los casos, deben cumplir los objetivos clásicos de su regulación, al tiempo que resuelven los nuevos desafíos que de los productos innovadores se derivan, a pesar de los cuales, estos pueden servir, y mucho, para dinamizar el mercado.

66. FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* (GFSR), octubre de 2020. Disponible en <https://www.imf.org/es/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020> (consultado el 1 de mayo de 2021).

67. COMISIÓN EUROPEA, Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones sobre una *Estrategia de Finanzas Digitales para la UE*, Bruselas, 24.9.2020 COM(2020) 591 final. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0591&from=EN> (Última consulta el 1 de mayo de 2021).

68. BELANDO GARÍN, B., «El nacimiento incierto de la herramienta regulatoria “sandbox” en España», en PANIAGUA, M. (Dir.) *El sistema jurídico ante la digitalización. Estudios de derecho privado*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021, pp. 583-584.

Su regulación es, sin duda, positiva porque en la mayoría de los casos se pretende insuflar seguridad a productos innovadores⁶⁹, y al mismo tiempo, las soluciones de tecnología financiera han contribuido a ampliar y acelerar el acceso a los préstamos, incluidos los préstamos respaldados por los Estados en respuesta a la crisis de la COVID-19. Además, se considera como acicate para su regulación, el hecho de que el sector financiero europeo «puede valerse de muchos proyectos innovadores en todos los Estados miembros y de su liderazgo en ámbitos como las tecnologías de pago digital»⁷⁰, ya que «la adopción de las finanzas digitales contribuirá a la transformación digital global de nuestra economía y nuestra sociedad, y aportará importantes beneficios tanto a los consumidores como a las empresas»⁷¹. La situación creada por la COVID-19 ha acelerado el proceso de digitalización europea, tanto a nivel general, como en lo referente al mercado financiero, existiendo, para ello, cuatro prioridades que guiarán las acciones de la UE para promover la transformación digital hasta 2024:

- La primera prioridad es poner fin a la fragmentación del mercado único digital de los servicios financieros, con el fin de permitir a los consumidores europeos acceder a servicios transfronterizos y de ayudar a las empresas financieras europeas a expandir sus operaciones digitales. En esta línea, y como parte de una iniciativa más amplia sobre la lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo, se plantea la armonización de las normas sobre el alta de clientes, la implantación de un marco transfronterizo interoperable para las identidades digitales, y la creación de una plataforma de finanzas digitales de la UE para fomentar la cooperación entre las partes interesadas privadas y públicas⁷².
- La segunda prioridad es garantizar que el marco regulador de la UE facilite la innovación digital en interés de los consumidores y de la eficiencia del mercado, para lo que serán decisivas las innovaciones basadas en la tecnología de registro descentralizado o la inteligencia artificial, o que hacen uso de estas. Con esta finalidad se proyecta la regulación de los criptoactivos y de los riesgos asociados a las tecnologías DLT⁷³, y para 2024, la Comisión, en

69. VALPUESTA GASTAMINZA, E., «La (supuesta) seguridad, jurídica y técnica, de los mecanismos digitales de innovación financiera», en BELANDO GARÍN, B., Y MARIMÓN DURÁ, R. (dirs.), *Retos del mercado financiero digital*, Aranzadi, Pamplona, 2021, pp. 223-238.

70. Como bien indica en su número 1 (Contexto) de la Comunicación de la Comisión que contiene la *Estrategia de Finanzas Digitales para la UE*, Bruselas, 24.9.2020 COM(2020) 591 final. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0591&from=EN> (Última consulta el 1 de mayo de 2021).

71. *Ibidem*.

72. COMISIÓN EUROPEA, Comunicación sobre una *Estrategia de Finanzas Digitales para la UE*, Bruselas, 24.9.2020 COM(2020) 591 final, p. 10.

73. *Ibidem*. Vid. también LARA ORTIZ, M.L., «Criptomonedas ¿riesgos o ventajas?», en BELANDO GARÍN, B., Y MARIMÓN DURÁ, R. (dirs.), *Retos del mercado financiero*

colaboración con las Autoridades Europeas de Supervisión pretende garantizar la claridad de las expectativas de supervisión, en cuanto a la forma en que debería aplicarse el marco legislativo sobre servicios financieros a las aplicaciones de inteligencia artificial⁷⁴.

- La tercera prioridad es crear un espacio europeo de datos financieros para promover la innovación basada en los datos, a partir de la Estrategia Europea de Datos, mejorando el acceso e intercambio de datos en el sector financiero entre 2020 y 2024. Para ello, se proyecta el establecimiento de las condiciones necesarias para permitir el uso de tecnologías innovadoras, incluidas las herramientas de tecnología reguladora (RegTech) y de tecnología de supervisión (SupTech), para la presentación de informes por las entidades reguladas a las autoridades de supervisión y para la supervisión por estas autoridades⁷⁵.
- La cuarta prioridad es abordar los nuevos retos y riesgos asociados a la transformación digital. Así, entre 2020 y 2024, la regulación y supervisión prudenciales y de conducta en la UE deberán adaptarse a fin de adecuarlas al nuevo ecosistema financiero, que engloba a las entidades financieras reguladas tradicionales y los proveedores de tecnología que ofrecen servicios financieros⁷⁶.

El resultado de todo ello nos llevará a la agilización de los procesos regulatorios iniciados antes de la pandemia por la COVID-19, como son, además de la digitalización de los mercados para reforzar la resiliencia operativa digital, la sostenibilidad del sistema financiero, y el control de productos innovadores en beneficio tanto de la estabilidad del sistema, como de la protección de los inversores y depositantes⁷⁷.

digital, Aranzadi, Pamplona, 2021, pp. 315-340; y MARTÍ MIRAVALLS, J., «Aproximación a la propuesta de Reglamento UE relativo a los Mercados de Criptoactivos: MICA», en BELANDO GARÍN, B., y MARIMÓN DURÁ R. (dirs.), *Retos del mercado financiero digital*, Aranzadi, Pamplona, 2021, pp. 371-390.

74. COMISIÓN EUROPEA, Comunicación sobre una *Estrategia de Finanzas Digitales para la UE*, Bruselas, 24.9.2020 COM(2020) 591 final, p. 12.

75. COMISIÓN EUROPEA, Comunicación sobre una *Estrategia de Finanzas Digitales para la UE*, Bruselas, 24.9.2020 COM(2020) 591 final, p. 15.

76. COMISIÓN EUROPEA, Comunicación sobre una *Estrategia de Finanzas Digitales para la UE*, Bruselas, 24.9.2020 COM(2020) 591 final, p. 17.

77. En relación con las Bigtech, vid. MARIMÓN DURÁ, R., «Bigtech y actividad financiera», en BELANDO GARÍN, B., y MARIMÓN DURÁ, R. (dirs.), *Retos del mercado financiero digital*, Aranzadi, Pamplona, 2021, pp. 239-268. Sobre las fintech, vid. VERCHER MOLL, J., «La supervisión prudencial de la industria fintech», en BELANDO GARÍN, B., y MARIMÓN DURÁ, R. (dirs.), *Retos del mercado financiero digital*, Aranzadi, Pamplona, 2021, pp. 83-100; y BELANDO GARÍN, B., «La respuesta europea para la supervisión de las fintech: avanzando hacia la smart regulation», en BELANDO GARÍN, B., y MARIMÓN DURÁ, R. (dirs.), *Retos del mercado financiero digital*, Aranzadi, Pamplona, 2021, pp. 61-82.

IV. CONCLUSIONES

La estabilidad financiera es un bien jurídico colectivo y global en el que inciden cuestiones de carácter macroeconómico y microeconómico. Dependiendo del origen de cada crisis económica, la afectación de la estabilidad financiera y por ende de los mercados financieros va a ser diferente, y por ello va a tener mayor o menor protagonismo la respuesta en la esfera macroeconómica o en la microeconómica. Sin duda las dos son relevantes, pero en la crisis económica que se cierne sobre el sistema financiero en la actualidad, generada por un factor externo a su funcionamiento, le afectará no de forma directa, sino como efecto de una débil contención de dicha crisis en otros sectores. Es por ello que los aspectos macroeconómicos tienen tanto protagonismo en este momento. Las medidas macroeconómicas adoptadas para paliar los efectos de la crisis derivada del coronavirus serán el cortafuego que evite graves debilidades en el propio sistema. Sin embargo, la mayor atención que ahora se está prestando al ámbito macroeconómico no debe desatender algunos elementos clave de regulación microeconómica, como puede ser la digitalización y la sostenibilidad del mercado financiero, los cuales, si bien se encontraban germinando antes del año 2020, son ahora muy probablemente la clave que permitirá dinamizar el mercado financiero, ofreciendo soluciones de reactivación económica donde la gestión de la COVID-19 ha supuesto cierto estancamiento. Estos dos ámbitos se complementan y, a diferencia, de lo que ocurrió con la crisis financiera de 2007-2008, donde el origen era inherente al propio sistema financiero y su superación requirió de un replanteamiento estructural de la regulación, fortaleciendo los aspectos microeconómicos del sistema, complementados con los aspectos macroeconómicos, la crisis económica con origen en la pandemia, al ser una externalidad, sigue el proceso inverso, requiriendo mucha atención en los aspectos macroeconómicos para evitar el contagio de las debilidades al sistema financiero que, en el año 2019, ya se veía prácticamente recuperado de la crisis anterior. En este caso, los aspectos microeconómicos, aunque pasan a un segundo plano, no deben ser olvidados en cuanto que pueden ser elementos clave para la recuperación económica.

En cualquier caso, las medidas adoptadas para paliar los efectos económicos de la crisis sanitaria son medidas a corto y medio plazo, que entrañan gran endeudamiento a largo plazo, y buscar la solución para ello deberá ser uno de los ejes de las políticas financieras de los próximos años, tanto en el aspecto macroeconómico como en el microeconómico, motivo por el que las medidas que siguen estando discutidas (como la mutualización de la deuda europea), o que están en sus estadios iniciales (como la digitalización del sistema económico), son decisivas para ofrecer soluciones al endeudamiento que lastrará las economías europeas durante los próximos años.

Finalmente, el sistema regulatorio actual es una evolución del anterior que tiende hacia una mayor integración europea en pro de la estabilidad

financiera sistémica, y no cabe duda de que las normas aprobadas o proyectadas para hacer frente a la pandemia por la COVID-19 en el sector financiero, continúan la evolución hacia una mayor integración entre los Estados miembros. Este hecho pone de manifiesto que el sistema regulatorio que conocemos en la actualidad es simplemente una fase evolutiva hacia la mayor cohesión e integración de las actividades supervisoras en la eurozona, y que la evolución no está completada en este momento, pues las normas proyectadas actualmente tienden a introducir todavía mayor cooperación entre autoridades reguladoras, buscando así la mayor armonización posible frente a desafíos regulatorios que son compartidos entre todos los Estados miembros. La evolución reciente en otros sectores pone de relieve que esta tendencia hacia la mayor integración continúa. Sólo el futuro nos mostrará si realmente es así, pero algunas de las medidas que hemos analizado muestran que las mismas requieren de esta mayor integración.

V. BIBLIOGRAFÍA

- AGLIETTA, M. y SCIALOM, L., «El desafío de la integración europea para las políticas prudenciales», en *Integración & comercio*, n.º 20, 2004, pp. 49-100.
- ALONSO GARCÍA, R., *Sistema jurídico de la Unión Europea*, ed. Civitas-Thomson Reuters, Navarra, 2012, 448 pp.
- ANCHUELO CREGO, A., «Cómo completar la Unión Monetaria Europea», *ICE, Globalización, Integración y Desarrollo Económico*, Mayo-Junio, 2017. N.º 896, pp. 153-164.
- ARCE, O., KATARYNIUK, I., MARÍN, P. y PÉREZ, J.J., «Reflexiones sobre el diseño de un fondo de recuperación europeo», *Documentos Ocasionales* N.º 2014, Banco de España, Madrid, 2020, pp. 1-23.
- AYALA GARCÍA, I.H., «Covid19: contención y reconstrucción. Implicaciones para la eurozona», *ICEI Papers*, Instituto Complutense de Estudios Internacionales, 2020, pp. 1-15.
- BANCO DE ESPAÑA, «Evolución de la financiación bancaria para actividades productivas en el contexto de la crisis del COVID-19», *Informe Anual 2019 (Recuadro 4.3)*, 2020, pp. 168-171. Disponible en: <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/13055>.
- *Informe de Estabilidad Financiera*, Otoño, 2020, Ed. Publicaciones del Banco de España, Madrid, 2020, 136 pp. Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/20/ficheros/IEF_Otono2020.pdf.
- *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2020*, pp. 1-21. Disponible en <https://www.bde>.

[es/f/webbde/SES/AnalisisEconomico/AnalisisEconomico/ProyeccionesMacroeconomicas/ficheros/be08062020-proy.pdf](https://webbde/SES/AnalisisEconomico/AnalisisEconomico/ProyeccionesMacroeconomicas/ficheros/be08062020-proy.pdf).

- BELANDO GARÍN, B., «La respuesta europea para la supervisión de las fintech: avanzando hacia la smart regulation», en BELANDO GARÍN, B, Y MARIMÓN DURÁ, R. (dirs.), *Retos del mercado financiero digital*, Aranzadi, Pamplona, 2021, pp. 61-82.
- «El nacimiento incierto de la herramienta regulatoria “sandbox” en España», en PANIAGUA M. (Dir.) *El sistema jurídico ante la digitalización. Estudios de derecho privado*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021, pp. 583-603.
- BENZO, A., «Construir una Unión Bancaria», en *Papeles de Economía Española*, N.º 137, 2013, pp. 28-42.
- BERGES, ONTIVEROS y VALERO, «La crisis bancaria y de deuda soberana en España: Orígenes e interrelaciones», *Ekonomiaz* N.º 84, 3er cuatrimestre, 2013, pp. 128-155.
- BUCHHEIT y otros, «Policy Proposals for the Euro Area and Beyond», en *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, Ed. Brookings Institution, 2013, pp. 1-57. Disponible en: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/CIEPR_2013_RevisitingSovereignBankruptcyReport.pdf.
- COMISIÓN EUROPEA, Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones sobre una *Estrategia de Finanzas Digitales para la UE*, Bruselas, 24.9.2020 COM(2020) 591 final. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0591&from=EN>.
- Comunicación sobre una *Estrategia de Finanzas Digitales para la UE*, Bruselas, 24.9.2020 COM(2020) 591 final.
- CONSTÂNCIO, V., en la segunda conferencia sobre regulación y supervisión en la UE: «Banking and Supervision under Transformation», *Financial Supervisory Authority*, en Helsinki, 12 de febrero de 2013. Disponible en <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130212.en.html>.
- DÍAZ, A., «El fondo de recuperación: un avance institucional para preservar la integración económica», *ICE, La Unión Europea tras la pandemia*, Septiembre-Octubre 2020. N.º 916, pp. 77-93.
- DOWD, K. y HUTCHINSON, M., «How Should Financial Markets Be Regulated?», *Financial Markets, Cato Journal*, Vol. 34, N.º 2 (Spring/Summer), 2014, pp. 353-388.
- ESRB/ JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO, *Sovereign bond-backed securities: a feasibility study – Volume I: main findings*, ESRB High-Level Task Force on Safe Assets, 2018. Disponible en https://www.esrb.europa.eu/pub/task_force_safe_assets/shared/pdf/esrb.report290118_sbbs_volume_I_mainfindings.en.pdf.

- FERRERES COMELLA, V., «La crisis del euro y la regla de oro: Problemas constitucionales», en *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, Especial reformas estructurales / Extraordinario, 2012, pp. 96-103.
- FIELD, L. y PÉREZ, D., «El informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE: el informe Larosière», *Estabilidad Financiera*, núm. 16, Banco de España, Madrid, 2009, pp. 41-62.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* (GFSR), octubre de 2020. Disponible en <https://www.imf.org/es/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>.
- GALLEGO, S., L'HOTELLERIE-FALLOIS, P. y LÓPEZ-VICENTE, F., «El Fondo Monetario Internacional y su papel como garante de la estabilidad financiera global» en *Boletín Económico* 4/2018, Ed. Publicaciones del Banco de España, Madrid, 2018, pp. 1-14. Disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6764046>.
- GUTIERREZ LÓPEZ, C. y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, J.M., «Evolución del proceso de regulación bancaria hasta Basilea-2: Origen, características y posibles efectos» en *Pecunia*, n.º 2, 2006, pp. 23-63.
- HERNÁNDEZ DE COS, P., «El impacto de la crisis del Covid-19 sobre la estabilidad financiera», en *El sistema financiero en la crisis de la Covid-19. Retos y compromisos*, Seminario organizado en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, organizado por la Asociación de Periodistas de Información Económica, 2020, pp. 1-21. Disponible en <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/hdc010920.pdf>.
- JONES, E., «The 'eurobond' proposal: A changelling path towards integration», *Funcas SEFO*, Vol. 6, núm. 5, 2017, pp. 3-11.
- LARA ORTIZ, M.L., «Criptomonedas ¿riesgos o ventajas?», en BELANDO GARÍN, B., Y MARIMÓN DURÁ, R. (dirs.), *Retos del mercado financiero digital*, Aranzadi, Pamplona, 2021, pp. 315-340.
- *La supervisión bancaria europea: Régimen jurídico*, Instituto Nacional de Administración Pública (INAP) – McGraw-Hill Interamericana de España, 2018, 175 pp.
- MALDONADO, L., «La Unión Bancaria, un proceso irreversible en marcha», *Centro del Sector Financiero*, PwC e IE Business School, 2014, pp. 1-56.
- MARIMÓN DURÁ, R., «Bigtech y actividad financiera», en BELANDO GARÍN, B., y MARIMÓN DURÁ, R. (dirs.), *Retos del mercado financiero digital*, Aranzadi, Pamplona, 2021, pp. 239-268.
- MARTÍ MIRAVALLS, J., «Aproximación a la propuesta de Reglamento UE relativo a los Mercados de Criptoactivos: MICA», en BELANDO GARÍN, B., y MARIMÓN DURÁ, R. (dirs.), *Retos del mercado financiero digital*, Aranzadi, Pamplona, 2021, pp. 371-390.

- MARTÍN MARÍN, J.L. y TÉLLEZ VALLE, C., «La regulación y supervisión del sistema financiero ante la crisis económica», *Boletín de Estudios Económicos* Vol. LXIV – N.º 198 – Diciembre, 2009, pp. 441-468.
- MARTÍN Y PÉREZ DE NANCLARES, J., «El nuevo Tratado de estabilidad, coordinación y gobernanza de la UEM: Reflexiones a propósito de una peculiar reforma realizada fuera de los Tratados constitutivos», en *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, Año n.º 16, N.º 42, 2012, pp. 397-431.
- MODY, A., «Sovereign debt and its restructuring framework in the euro area», *Bruegel Working Paper 2013/05*, Ed. University of Pittsburgh, 2013, 44 pp. Disponible en [http://aei.pitt.edu/43182/1/Sovereign_debt_and_its_restructuring_framework_in_the_euro_area_\(English\).pdf](http://aei.pitt.edu/43182/1/Sovereign_debt_and_its_restructuring_framework_in_the_euro_area_(English).pdf).
- OCÓN GARCÉS, P., «La crisis de la deuda en la Zona Euro: gobernanza económica y eurobonos», *Cuadernos Cantabria Europa*, n.º 10, Dirección General de Economía y Asuntos Europeos (Gobierno de Cantabria), Santander, 2011, pp. 58-80.
- PAULUS y TIRADO, en «Sweet and lowdown: a resolvency process and the eurozone's crisis management framework», en *Law and Economics Yearly Review*, Ed. Fondazione Capriglione – Queen Mary University of London, 2013, 32 pp.
- PELLICER, L., «La UE acuerda desbloquear las ayudas de medio billón de euros contra la crisis del coronavirus», *El País*, 10 de abril de 2020. Disponible en: <https://elpais.com/economia/2020-04-09/la-ue-acuerda-desbloquear-las-ayudas-de-medio-billon-de-euros-contra-la-crisis-del-coronavirus.html>.
- PÉREZ RIVARÉS, J.A., «Instrumentos de coordinación en la Unión Europea en materia de rescate y resolución de entidades financieras», en *Revista de derecho bancario y bursátil*, Año n.º 32, N.º 131, 2013, pp. 97-120.
- PLOSSER, C.I., «Fed Policy: Good Intentions, Risky Consequences», *Cato Journal*, Vol. 33, N.º 3, Fall, 2013, pp. 347-357.
- RODRIGUEZ PELLITERO, J., «La unión bancaria en el contexto de la Unión Europea», *Revista de Derecho de la Unión Europea* n.º 28, enero-junio 2015, pp. 59-82.
- ROLDÁN, T., GARCÍA PASCUAL, A., y REY, P., «Política económica contra el coronavirus: impacto y respuestas para España», *EcPol Insight*, Esade, Marzo 2020, pp. 1-16.
- SÁNCHEZ BARRIO, R., «¿Qué fue de la unión bancaria europea?», *ICE, La Unión Europea tras la pandemia*, Septiembre-Octubre, N.º 916, 2020, pp. 111-127.
- SARMIENTO RAMÍREZ-ESCUADERO, «La sentencia Gauweiler (C-62/14) del Tribunal de Justicia de la Unión Europea sobre el programa de compra de deuda pública del Banco Central Europeo», en *Revista Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 41, 2015, pp. 101-105.

- TRILLO, D. Y ALONSO, N., «La Unión Europea en la encrucijada: alternativas de recuperación económica», *ICEI Papers*, Instituto Complutense de Estudios Internacionales, 2020, pp. 1-6.
- UGENA, R. (2016), «Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes», en ALONSO, C. (dir.), *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: Reformas pendientes y andantes*, Ed. Tirant lo Blanch (Valencia), 2016, pp. 35-58.
- VALPUESTA GASTAMINZA, E., «La (supuesta) seguridad, jurídica y técnica, de los mecanismos digitales de innovación financiera», en BELANDO GARÍN, B., Y MARIMÓN DURÁ, R. (dirs.), *Retos del mercado financiero digital*, Aranzadi, Pamplona, 2021, pp. 223-238.
- VEGA SERRANO, J.M., *La regulación bancaria*, Ed. La Ley, Madrid, 2011, 328 pp.
- VEGARA, D., «Funciones y objetivos del Comité de Estabilidad Financiera», en *Revista de Estabilidad Financiera* n.º 11, noviembre de 2006, Ed. Banco de España, Madrid, 2006, pp. 9-18. Disponible: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/06/Fic/IEFnov06.pdf>.
- VERCHER MOLL, J., «La supervisión prudencial de la industria fintech», en BELANDO GARÍN, B, Y MARIMÓN DURÁ, R. (dirs.), *Retos del mercado financiero digital*, Aranzadi, Pamplona, 2021, pp. 83-100.
- VERGARA FIGUERAS, D., «Una panorámica de la unión bancaria», en *Revista Estabilidad Financiera*, Núm. 27, Ed. Banco de España, Madrid, 2014, pp. 9-30.
- ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Ed. Marcial Pons, Barcelona, 2005, 968 pp.