

REVISTA DE ESTABILIDAD FINANCIERA

N.º 50

Primavera

2026

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

50<sup>a</sup>  
Edición



REVISTA DE ESTABILIDAD FINANCIERA PRIMAVERA 2026

Número 50

<https://doi.org/10.53479/43306>

La *REVISTA DE ESTABILIDAD FINANCIERA* es una publicación semestral que tiene como objetivo servir de plataforma de difusión de análisis sobre temas de estabilidad financiera, con atención a cuestiones de política macroprudencial, regulación y supervisión. La *Revista de Estabilidad Financiera* está abierta a colaboraciones personales de investigadores y profesionales del ámbito financiero, y los artículos están sometidos a un proceso de evaluación anónima. Cualquier persona interesada en ponerse en contacto con el Consejo Editorial puede hacerlo a través de este [formulario](#).

#### *Consejo Editorial*

Presidenta: Soledad Núñez (Banco de España).

Miembros: Roberto Blanco (Banco de España), Susana Camiñas (Banco de España), Santiago Carbó (Universitat de València), Elena Martínez (Universidad de Alcalá), Rafael Repullo (CEMFI), Carlos Thomas (Banco de España) y Javier Vallés (Banco de España).

Secretario: Luis Gutiérrez de Rozas (Banco de España).

**Los artículos firmados son responsabilidad exclusiva de sus autores y no reflejan necesariamente la opinión del Banco de España ni del Eurosistema o, en su caso, de otras instituciones a las que aquellos pertenezcan.**

# Índice

**25 años de la *Revista de Estabilidad Financiera*: un balance 5**

Soledad Núñez

***Stablecoins* y política regulatoria: análisis comparado de la regulación en Estados Unidos, el Reino Unido y la Unión Europea 31**

Lucas García Calvo y Diego Hernández García

**Efectos sobre el crédito hipotecario de una menor capacidad de endeudamiento de los hogares en España 62**

Gabriel Jiménez Zambrano y Eduardo Pérez Asenjo

**Diez años de resolución bancaria en Europa: evolución, lecciones aprendidas y retos futuros 93**

Alberto Concepción y Miguel Kruse

**Hacia una cultura de responsabilidad: el papel de los individuos en la Directiva Europea de Requerimientos de Capital tras las últimas modificaciones 123**

M.<sup>a</sup> del Mar Cachá Acosta

# 25 AÑOS DE LA *REVISTA DE ESTABILIDAD FINANCIERA*: UN BALANCE

**Soledad Núñez**

BANCO DE ESPAÑA

<https://doi.org/10.53479/43291>

Soledad Núñez, subgobernadora del Banco de España, agradece la colaboración de María Díez Alcoba, Ángel Estrada, Luis Gutiérrez de Rozas, Diego López de Ayala, Montserrat Martínez Parera, Rafael Repullo, Carlos Trucharte y Pablo de la Vega-Hazas en la preparación de este artículo. [Formulario de contacto](#) para comentarios.

### Resumen

El presente artículo repasa los primeros 25 años de la *Revista de Estabilidad Financiera* (REF) del Banco de España, con atención a aspectos tales como el contexto en el que surgió, su gobernanza, difusión y evolución hasta la publicación actual, así como su singularidad respecto a otras publicaciones del Banco de España. Asimismo, muestra cómo con el paso del tiempo han ido cambiando los temas de más interés de la REF, reflejo de la profunda transformación del sistema financiero y del propio Banco de España.

**Palabras clave:** estabilidad financiera, regulación financiera, supervisión bancaria, política macroprudencial.

### 1 Introducción: *Estabilidad Financiera* y *Revista de Estabilidad Financiera*

**En septiembre de 2001 veía la luz el primer número de *Estabilidad Financiera*.** Esta nueva publicación del Banco de España se sumaba al ya por entonces extenso y consolidado catálogo de publicaciones de nuestra institución. Bajo el visionario impulso personal de Gonzalo Gil, subgobernador del Banco de España entre 2000 y 2006, y la labor editorial de Miguel Pellicer, *Estabilidad Financiera* nacía con una vocación de permanencia y con el firme objetivo de contribuir, con rigor y con un enfoque abierto e inclusivo, a la divulgación de la regulación y supervisión financiera (en especial, la bancaria), así como al análisis de temas sobre lo que más adelante llamaríamos «política macroprudencial». Y, fiel a esta misión, me complace enormemente constatar que esta publicación ha cumplido 25 años de ininterrumpido servicio público.

***Estabilidad Financiera* se concibió como una publicación bianual –mayo (primavera) y noviembre (otoño)–.** Desde el principio se apoyó en una cuidada selección de artículos sobre asuntos relevantes y de actualidad para el sistema financiero, elaborados por personal experto del Banco de España y por colaboradores externos con conocimientos técnicos directos sobre los temas tratados. Como no puede ser de otra forma, la afiliación de estos últimos ha sido variada (bancos centrales, agencias supervisoras, organismos internacionales, universidades y otros centros académicos de formación superior, y entidades financieras privadas). Estas contribuciones han sido posibles tanto por la amplia red de contactos de la que dispone el Banco de España, fruto del ejercicio de sus relaciones institucionales, como por el interés de los propios autores y autoras en participar en una publicación con repercusión en el mundo financiero.

**La coyuntura en la que inició su andadura *Estabilidad Financiera* no fue fortuita.** Los primeros años de este siglo estuvieron marcados por la experiencia acumulada tras diversas crisis

financieras de alcance internacional acontecidas en los años inmediatamente precedentes. La crisis de deuda de México de 1994, la crisis financiera asiática de 1997, la caída del *hedge fund Long-Term Capital Management (LTCM)* en 1998 o el pinchazo de la «burbuja puntocom» del índice Nasdaq de Estados Unidos en 2000 caracterizaron una época de notable inestabilidad. Con este trasfondo, la comunidad internacional —en un responsable y admirable ejercicio de multilateralismo— fue capaz de alcanzar el consenso internacional necesario para avanzar en la reforma y el fortalecimiento de los estándares mínimos de solvencia de los bancos internacionalmente activos —el conocido como «marco o acuerdo de Basilea II», publicado en 2004 por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) y en el que participaron bancos centrales y autoridades supervisoras de las principales jurisdicciones, entre ellas el Banco de España—. Por tanto, no es casualidad que el número inaugural de *Estabilidad Financiera* estuviese dedicado —de manera monográfica— a los avances registrados en las negociaciones sobre Basilea II hasta mediados de 2001.

**En paralelo, a nivel nacional, en diversos bancos centrales se fue abriendo paso y configurando de manera gradual, pero inexorable, una función de seguimiento y análisis de la estabilidad financiera (con especial atención al sector bancario).** Esta función —inherente a la propia razón de ser de los bancos centrales— se situaba, conceptualmente, a medio camino entre la vigilancia macrofinanciera y la supervisión microprudencial. En concreto, el Banco de España había creado en el año 2000, dentro de su estructura organizativa, la División de Estabilidad Financiera (encuadrada en el entonces Departamento de Instituciones Financieras, a su vez perteneciente a la Dirección General de Regulación). Cinco años más tarde, esa división se reorganizaría como un departamento<sup>1</sup> en reconocimiento de la importancia creciente de sus cometidos y publicaciones.

**En el caso de nuestro país, otro factor propiciatorio en el que deben enmarcarse estos desarrollos fue la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.** Este texto legal ya consagraba (en su artículo 7.5.b) como una de las funciones del banco central «promover el buen funcionamiento y estabilidad del sistema financiero». No obstante, este mandato era en aquel momento percibido esencialmente como el resultado último del adecuado desempeño de otras funciones —más concretas y operacionalizables— encomendadas al Banco de España, como la regulación y la inspección de entidades de crédito.

**A la vanguardia de este desarrollo de la estabilidad financiera como nueva línea prominente de actividad de los bancos centrales, se alzaron, de manera destacada, el Banco de Inglaterra y el Banco de Suecia.** En una fecha tan temprana como 1997, estos dos bancos centrales nacionales publicaban sus propios informes de estabilidad financiera. En el plano intelectual, también desempeñaría una influencia clave el Banco de Pagos Internacionales (BPI o BIS, por sus siglas en inglés), que precisamente tiene entre sus objetivos declarados la promoción de

---

<sup>1</sup> Tras diversas reorganizaciones internas acontecidas en años posteriores, este departamento ha llegado a nuestros días con la denominación de Departamento de Estabilidad Financiera y Política Macropudencial, dentro de la Dirección General de Estabilidad Financiera, Regulación y Resolución.



Selección de portadas de la REF entre 2001 y 2026. La revista se ha ajustado a los sucesivos cambios de imagen institucional de las publicaciones del Banco de España.

la estabilidad financiera global a través de la cooperación interinstitucional; y, dentro de este último, el BCBS, impulsor y artífice de reformas decisivas de estándares regulatorios internacionales, en lo que se refiere al tratamiento regulatorio de la solvencia bancaria. Otro aspecto adicional, y no menos importante, fue la tendencia general —que sigue muy vigente— de dotar a los bancos centrales de más transparencia y una mayor capacidad de rendición de cuentas.

**El desarrollo analítico de la estabilidad financiera constituiría la base sobre la que —una década (y una crisis financiera global) más tarde— se asentaría la función de política macroprudencial.** La estabilidad financiera —articulada principalmente a través de metodologías de identificación, evaluación y seguimiento de riesgos y vulnerabilidades para el sistema financiero— se concibe como complemento de la tradicional supervisión microprudencial y se orienta a prevenir o mitigar el impacto adverso de la eventual materialización de riesgos sistémicos cíclicos y estructurales sobre las entidades financieras, con el objetivo de asegurar el buen funcionamiento del sistema financiero. Para ello, sería necesario desarrollar un conjunto —o *toolkit* en inglés— de requerimientos específicos, como el colchón de capital anticíclico o el colchón de capital para entidades de importancia sistémica, o, en otro orden, establecer límites a la concesión de préstamos por parte de las entidades según criterios predefinidos basados en las características de los potenciales prestatarios.

**El Banco de España no fue ajeno a los cambios e innovaciones observados en aquella época.** Poco después de establecer un equipo dedicado permanentemente al análisis de la estabilidad financiera —como hemos visto—, se publicarían la primera colección de artículos temáticos bajo la rúbrica de *Estabilidad Financiera* (en otoño de 2001) y el primer *Informe de Estabilidad Financiera (IEF)* (en noviembre de 2002). La estrecha interrelación de ambas publicaciones llevaría a que, durante los dos años siguientes, *Estabilidad Financiera* fuese una publicación dual: aunaba en un mismo documento los contenidos del IEF y diversos artículos especializados. A partir de 2004, *Estabilidad Financiera* se desdobló en las dos publicaciones separadas que

conocemos hoy: el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) y la *Revista de Estabilidad Financiera* (REF)<sup>2</sup>.

**Simultáneamente, en 2002 el Banco de España creaba una publicación seriada denominada *Notas de Estabilidad Financiera* (NEF), análoga en formato y finalidad a otras publicaciones seriadas ya existentes.** En comparación con los artículos de la REF, las NEF permitían la difusión de trabajos de carácter más técnico y también más extenso, con la flexibilidad añadida de poder ser publicadas en cualquier momento del año por no estar vinculadas ni al IEF ni a la REF. Cinco documentos se publicarían en esta serie hasta 2006, que fue posteriormente discontinuada porque se consideró que este tipo de trabajos tenían cabida en la serie Documentos Ocasionales del Banco de España.

**La REF alcanzó un hito de madurez en 2005, con el establecimiento del Consejo Editorial.** Este órgano es desde entonces responsable de la toma de decisiones que conciernen a la publicación, con plena independencia respecto a otros órganos e instancias internas del Banco de España. El Consejo Editorial ha estado liderado por el subgobernador o la subgobernadora del momento y ha contado con un número variable —pero siempre reducido— de miembros a lo largo del tiempo, con una secretaría a cargo de alguna persona de la plantilla del Banco de España. Además, siempre se ha buscado un equilibrio, con un Consejo Editorial formado tanto por responsables de áreas del Banco de España relacionadas con la estabilidad financiera como por expertos académicos de reconocido prestigio en este campo.

**Son cometidos —de naturaleza colegiada— del Consejo Editorial identificar y proponer temas o proyectos de artículos para los siguientes números, facilitar contribuciones de autores externos y supervisar el proceso de evaluación de los borradores de artículos.** Siguiendo la práctica habitual de revistas académicas y otras publicaciones especializadas comparables, cada propuesta de artículo para la REF se somete a la evaluación —voluntaria, independiente y desinteresada— de otra persona experta (que, en función de la temática y autoría del trabajo, puede pertenecer o no al Banco de España) para contrastar la calidad de su contenido como paso previo a su publicación. Este ejercicio de escrutinio suele deparar comentarios técnicos que ayudan a mejorar el borrador inicial. Estos comentarios, que se trasladan de forma anónima a los autores, generalmente se reflejan en el texto definitivo. Con este objetivo, el Consejo Editorial se reúne con regularidad para aprobar la publicación de cada número de la REF y planificar el siguiente, en lo que constituye un ciclo continuo de trabajo.

**En el transcurso de algo más de dos décadas, cerca de una treintena de personas han estado directamente involucradas en la gestión de la REF.** Siete subgobernadores han liderado el Consejo Editorial —al ya citado Gonzalo Gil le siguieron José Viñals, Javier Aríztegui, Fernando Restoy, Javier Alonso y Margarita Delgado— antes de recaer en mi persona este cometido (véase el cuadro A.1 del anejo). Entre los miembros internos, merecen una mención especial José María Roldán y Jesús Saurina, que, como máximos responsables del área de estabilidad financiera del Banco de España durante un largo período de tiempo, fueron nuestros insignes

---

2 No obstante, el término «revista» no se utilizaría formalmente hasta mayo de 2016 (n.º 30).



La REF y el IEF en la actualidad. Portadas similares, pero con contenido y finalidad diferentes.

embajadores en este ámbito. Por su parte, entre los miembros externos con perfil académico, Julio Segura y Vicente Salas (ambos catedráticos universitarios y exconsejeros del Banco de España), Rafael Repullo —con una excelsa trayectoria al frente del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI)— y Santiago Carbó (catedrático universitario, afiliado a CUNEF en la actualidad) constituyen el selecto grupo de colaboradores con mayor y más prolongada dedicación a la REF. Todos ellos merecen el calificativo de artífices de la publicación que ha llegado hasta nosotros. Por su parte, el secretario del Consejo Editorial desempeña cometidos de intermediación con los autores, evaluadores y miembros del Consejo y actúa como interlocutor con las diversas áreas de Banco de España —Publicaciones (edición, corrección de estilo y maquetación), Traducción y Comunicación— sin las cuales la REF no sería una realidad.

**A diferencia de la REF, el IEF del Banco de España, con una estructura de contenidos relativamente estable, proporciona información de la situación del sistema financiero español con un enfoque institucional y descriptivo —especialmente del sector bancario, pero también, en menor medida, del sector financiero no bancario—. A partir de datos agregados y análisis objetivos, el IEF atiende a la evolución de los principales riesgos y vulnerabilidades, la actividad de intermediación, rentabilidad y solvencia del sector de entidades de crédito, la situación financiera de hogares, empresas y Administraciones Públicas y la capacidad estimada de resiliencia del sistema bancario, y también proporciona información relacionada con el análisis y la política macroprudencial del Banco de España. Cada IEF constituye una posición oficial del Banco de España y su publicación requiere la aprobación del Consejo de Gobierno del Banco de España.**

**A diferencia del IEF, el propósito de la REF es publicar artículos temáticos con un lenguaje técnico pero accesible para una audiencia no necesariamente especializada y, en su caso, con la visión y las opiniones de sus autores. A lo largo de los años ambas publicaciones han evolucionado de manera independiente —en el caso de la REF, respetando siempre su objetivo fundacional de canalizar un número creciente y diverso de trabajos conectados con la**

estabilidad financiera y realizados en el Banco de España y, al mismo tiempo, servir de plataforma para la divulgación, el diálogo y la colaboración de personas expertas externas al Banco de España—. Con este fin, los artículos de la REF van firmados por sus autores, con la cláusula estándar de descargo de responsabilidad por la que cualquier opinión contenida en dichos trabajos no refleja necesariamente las posiciones institucionales del Banco de España o el Eurosistema, o, en su caso, de la institución de afiliación del autor.

**Diversos bancos centrales del entorno europeo han desarrollado sus propias publicaciones con una finalidad afín a la de la REF del Banco de España.** Las revistas más directamente comparables son las de los bancos centrales de Francia y de Polonia (véase el cuadro A.2 del anejo). Por el contrario, otros países, como el Reino Unido, Irlanda e Italia, han optado por una serie de documentos de trabajo de estabilidad financiera que se publican sin un calendario predefinido. Dinamarca y Finlandia publican de manera flexible artículos monográficos breves, bajo la denominación de *Análisis de Estabilidad Financiera*. Un caso distinto es el del Banco Central Europeo, cuya producción en este ámbito encuentra salida tanto en su informe semestral de estabilidad financiera (*Financial Stability Review*) como en su *Boletín Macroprudencial* (*Macroprudential Bulletin*). En cualquier caso, la casuística entre bancos centrales es muy variada en lo referente a frecuencia, número de trabajos, apertura de la publicación a autores externos o existencia (pública) de un Consejo Editorial.

## 2 25 años de la *Revista de Estabilidad Financiera*, en cifras

**A lo largo de estos 50 números de la *Revista de Estabilidad Financiera* (REF), el total de artículos publicados ha superado los 300.** Esta cifra supone la aparición de un promedio de 6 artículos por semestre (véase esquema 1). La cifra de artículos ha variado apreciablemente de un número a otro, principalmente por motivos de oportunidad y disponibilidad (llegando a oscilar entre un mínimo de 4 y un máximo de 10, cantidad esta última solo alcanzada en el número inaugural), así como la extensión de cada artículo (muy sensible a la naturaleza del tema tratado y al número de firmantes) (véase gráfico 1).

**Una característica destacable de la REF ha sido la diversidad de temas tratados en cada número.** Frente a un enfoque alternativo de monografía con artículos sobre un mismo asunto, empleado en algunos de los primeros números, la REF ha procurado siempre abordar varios temas en cada número a fin de resultar de interés para una audiencia lo más amplia posible. Por su parte, el número de autores que han contribuido a la REF en este cuarto de siglo (al menos con un trabajo) es superior al número de artículos —341 personas—, reflejo del esfuerzo colectivo que con frecuencia conlleva la preparación de artículos en el ámbito temático que nos ocupa. En promedio, cada número de la REF presenta contribuciones a cargo de una decena de autores.

**A nivel agregado, algo menos de las dos terceras partes de todos los autores que han publicado en la REF forman parte de la plantilla del Banco de España.** Y casi el 40 % de los autores son externos, con afiliaciones de procedencia diversa: casi un tercio, docentes o

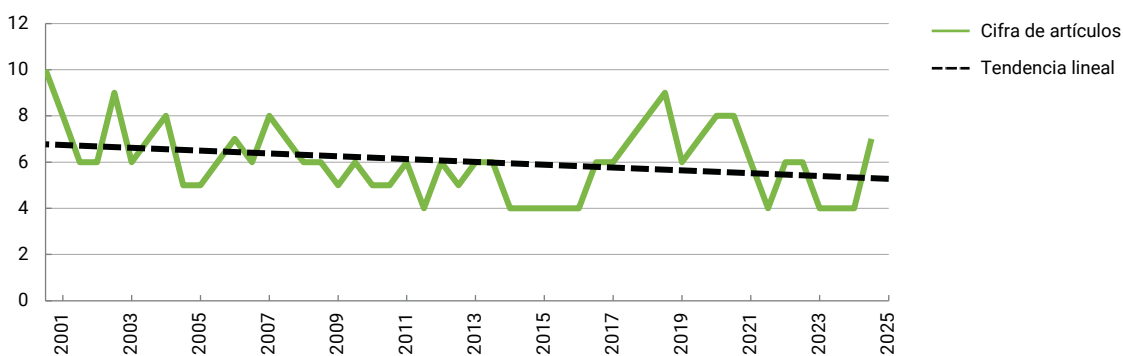


FUENTE: Elaboración propia.

investigadores universitarios, y el resto, profesionales del sector público (otros bancos centrales, organismos internacionales, etc.) y, en menor medida, del sector privado (véase gráfico 2). El criterio de mérito que caracteriza a la REF no ha sido impedimento para que el nivel de experiencia de los autores sea muy diverso. Así, encontramos artículos firmados tanto por ex altos cargos de organismos públicos que honran nuestra publicación con su contribución

Gráfico 1

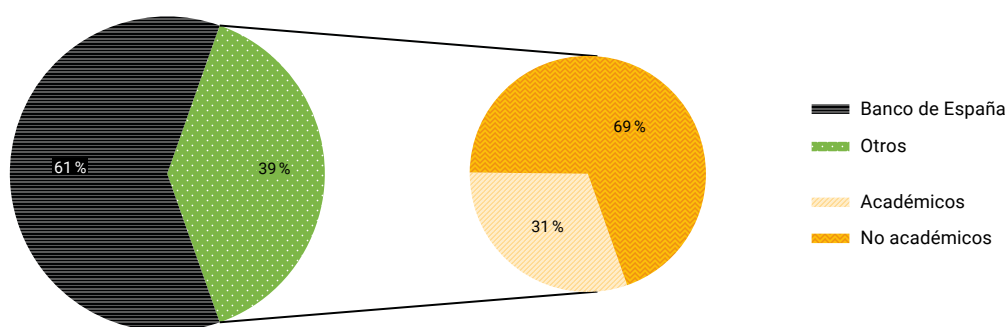
## Cifra de artículos publicados por número (2001-2026)



FUENTE: Elaboración propia.

Gráfico 2

## Afiliaión de los autores que han colaborado en los artículos publicados en la REF (2001-2026)



FUENTE: Elaboración propia.

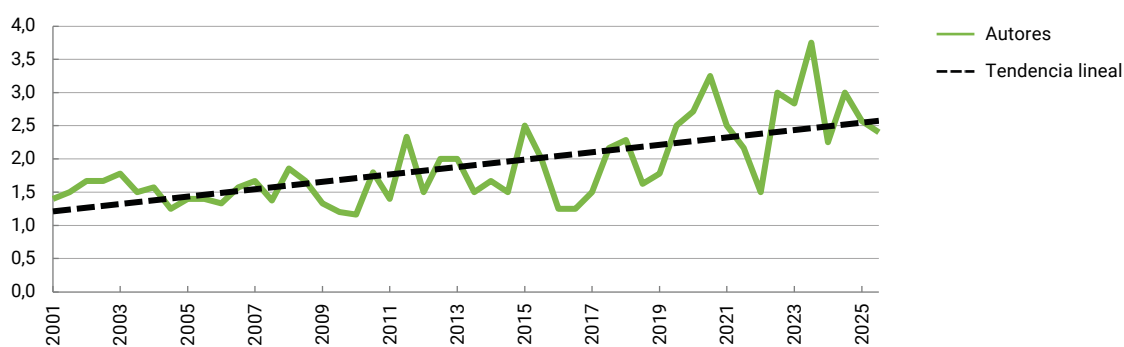
como por jóvenes economistas y expertos que encuentran en nuestra revista la oportunidad de dar salida a algunas de sus primeras publicaciones.

**Un análisis detallado de la autoría de los artículos publicados en la REF nos deja un patrón creciente del número promedio de autores.** Mientras que en los primeros años de la REF lo habitual era que uno o dos autores firmaran cada trabajo, en los últimos años esa cifra ha escalado a entre dos y tres (véase gráfico 3). Ese notable incremento no ha sido fortuito y puede atribuirse a la mayor complejidad de algunos temas tratados y al enfoque seguido para abordarlos. Con frecuencia, los artículos que presentan un mayor número de autores combinan análisis regulatorio con análisis económico —requiriéndose para ello la colaboración de expertos adscritos a distintos departamentos o áreas del Banco de España—.

**Otra característica que nos deja la REF en el período de tiempo analizado está relacionada con la creciente participación femenina en los artículos publicados.** Así, en los primeros años

Gráfico 3

## Número de autores por artículo (2001-2026)



FUENTE: Elaboración propia.

de esta publicación la cifra promedio de mujeres autoras se situaba en el entorno del 20 % (sobre el total de autores). Esa cifra —con importantes oscilaciones— ha aumentado de manera tendencial, hasta el 35 %, en los últimos años (véase gráfico 4). Este patrón, si bien se mantiene alejado del nivel de representación femenina de la plantilla del Banco, es reflejo del paralelo y continuo crecimiento de la participación de las mujeres en todas las escalas —que ya en la actualidad es paritaria a nivel de toda la institución—. Por consiguiente, este porcentaje debería seguir aumentando paulatinamente en los próximos años, estrechándose así la brecha entre ambos géneros.

**Otro aspecto importante de la REF al que, naturalmente, el Banco de España presta atención es el relativo a la difusión e impacto de los artículos de cada número.** En este sentido, en el Banco de España se viene potenciando que los trabajos publicados estén disponibles en inglés para que la REF llegue también a una audiencia internacional interesada en asuntos relacionados con el sistema financiero de nuestro país o con temas de relevancia a nivel internacional. En concreto, todos los artículos de la REF están accesibles en inglés desde el año 2018. Como publicación abierta a colaboraciones externas, se da el caso de que una parte significativa de los artículos de la REF —el 29 % del total—<sup>3</sup> han visto la luz directamente en lengua inglesa —por ser el idioma en que los autores han escrito el artículo (véase gráfico 5)—. Esta cifra constituye en sí misma una métrica del grado de internacionalización de una publicación que aspira a llegar —a través del sitio web del Banco de España— a audiencias tanto de nuestro país como del exterior.

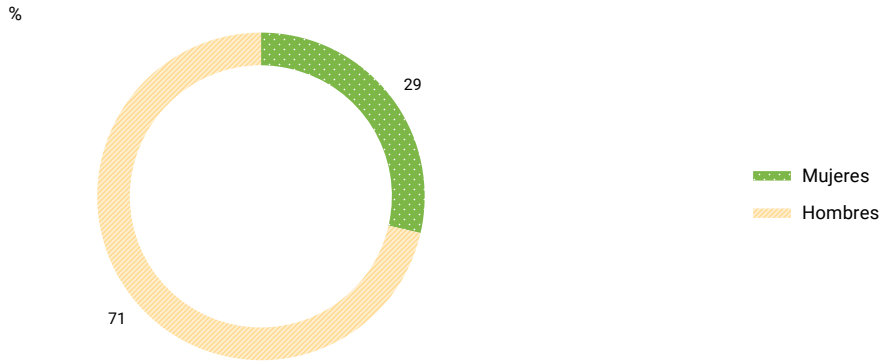
**Una reciente encuesta llevada a cabo por el Banco de España nos ha permitido conocer un poco mejor el perfil de los lectores de la REF.** Como es de esperar, más de la mitad de las personas que la leen son profesionales (del sector financiero mayoritariamente, pero también del sector público). Asimismo, alrededor de uno de cada diez pertenece al ámbito

3 Esta cifra supera holgadamente el 33 % si se tiene en cuenta su concentración temporal a partir del año 2005.

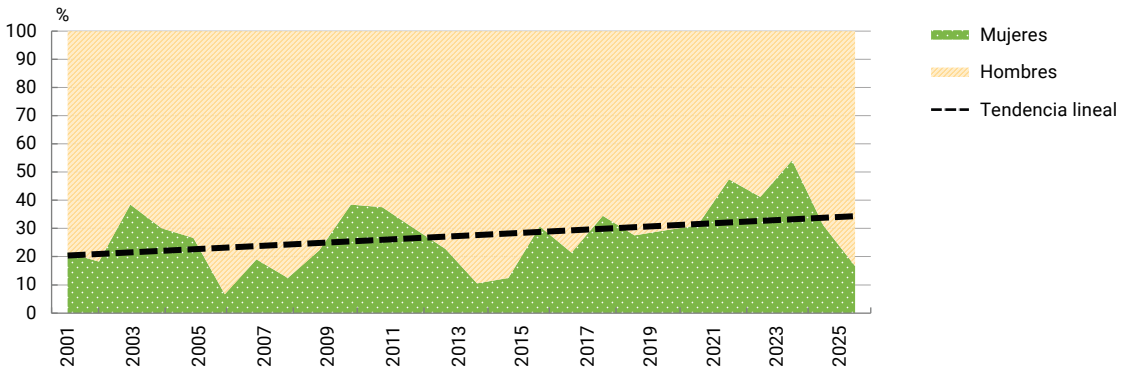
Gráfico 4

**Evolución del número de hombres y mujeres que han participado como autores en artículos publicados en la REF (2001-2026)**

4.a Porcentaje de hombres y mujeres



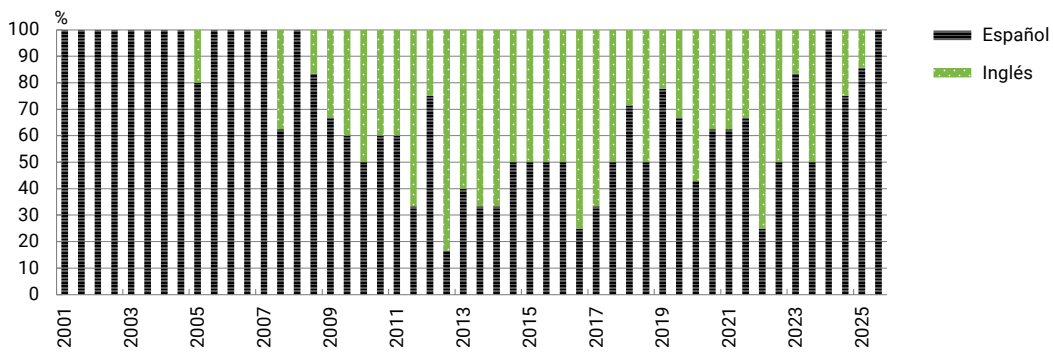
4.b Evolución del porcentaje de hombres y mujeres



FUENTE: Elaboración propia.

Gráfico 5

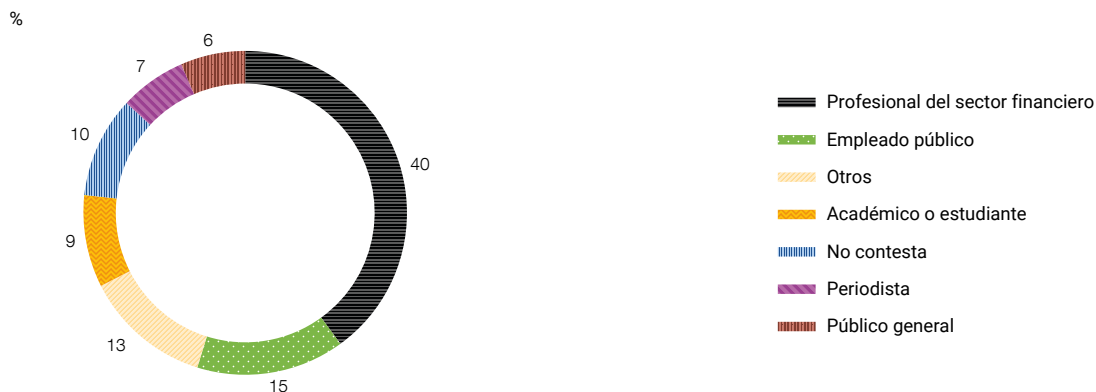
**Distribución de artículos según su idioma original de publicación**



FUENTE: Elaboración propia.

Gráfico 6

## Perfil del lector de la REF (otoño 2025)



FUENTE: Elaboración propia.



Post de la REF del Banco de España en LinkedIn.

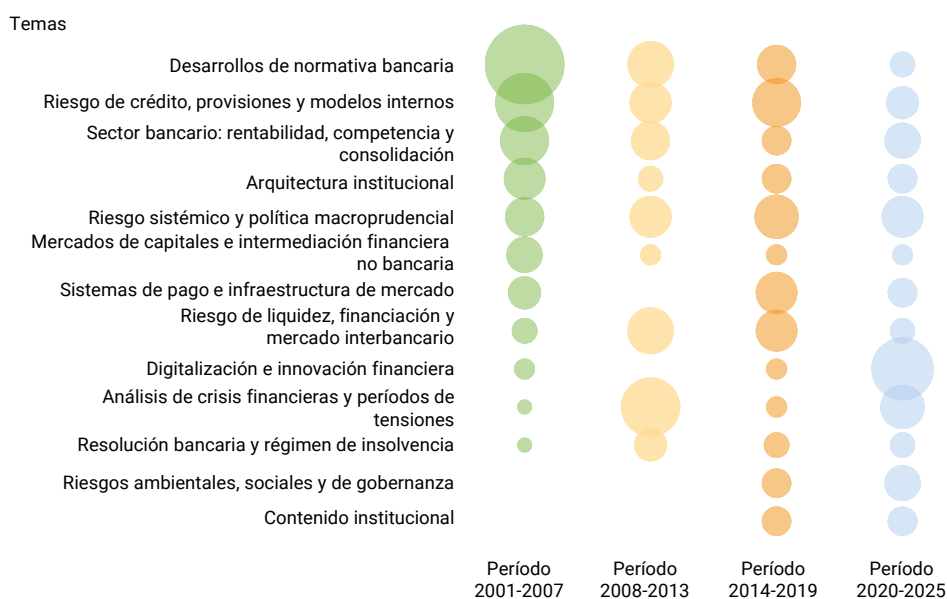
académico —docentes o estudiantes— (véase gráfico 6). Una consideración que cabe poner en valor sobre el perfil del lector de la REF —a diferencia de otras publicaciones del Banco, como, por ejemplo, el *Informe de Estabilidad Financiera*— es la prevalencia de su orientación temática sobre la coyuntural. Esta circunstancia se traduce en que un número significativo de personas acceden a los artículos de la REF pasado cierto tiempo de su publicación, como resultado más que probable de búsquedas temáticas en Internet.

**El Banco de España ha realizado esfuerzos de comunicación en los últimos años, que también han afectado a la REF.** El Banco está activo en redes sociales, con el objetivo de llegar a una mayor audiencia en la fecha de publicación de cada número de la REF. En concreto, los canales del Banco de España en X (conocido como Twitter hasta mediados de 2023) y LinkedIn difunden regularmente anuncios (posts) sobre los artículos de la REF el mismo día de su publicación.



Gráfico 7

## Categorización temática de los artículos publicados en la REF (2001-2026)



FUENTE: Elaboración propia.

NOTA: El tamaño de cada burbuja es directamente proporcional al número de artículos publicados en cada categoría temática. Cada artículo ha sido asignado a una única categoría temática, si bien en diversos casos podrían llegar a encajar en más de una.

riesgos bancarios (riesgo de crédito y modelos internos avanzados para el cálculo de requerimientos de capital), riesgos para la estabilidad financiera y la experiencia del Banco de España con las provisiones dinámicas (Trucharte y Saurina, 2013) y las provisiones para insolvencias (Saurina, 2009) (véase gráfico 7).

**El estallido de la CFG en 2008 desplazó el ámbito temático de referencia.** Sin perder de vista los temas regulatorios, la REF comenzó a pivotar hacia el análisis de diversos episodios de crisis financieras y la problemática relacionada con el riesgo de liquidez, y los desarrollos regulatorios a nivel global, con el nuevo Acuerdo de Basilea III (Rodríguez de Codes Elorriaga, 2010; Ledo, 2011), y a nivel de la Unión Europea, con la Directiva y el Reglamento de Requerimientos de Capital (CRD y CRR, por sus siglas en inglés).

**Una vez superada la CFG, incluidos los años de recuperación posteriores, el quinquenio previo a la pandemia de COVID-19 favoreció una distribución relativamente equitativa de los temas escogidos para los artículos de la REF.** En un contexto indisolublemente asociado a la implementación del paquete legislativo comunitario bancario (CRD/CRR) —con el que se transpone el marco de Basilea III— se constata el creciente protagonismo del desarrollo metodológico de los instrumentos macroprudenciales con los que hacer frente a riesgos sistémicos. Las entidades de importancia sistémica (Iglesias-Sarria y Vargas, 2012) o el colchón de capital anticíclico son conceptos que han llegado para quedarse y su importancia se refleja en la REF hasta la actualidad (Castro, Estrada y Martínez, 2014; Castro y Estrada, 2021; Broto, Cáceres y Melnychuk, 2022). También fueron objeto de análisis el funcionamiento

de las infraestructuras de mercado, como las entidades de contrapartida central (Rodríguez Quejido y Portero Bujalance, 2015; Núñez y Valdeolivas, 2019), y la comparabilidad de los activos ponderados por riesgo utilizados por las entidades bancarias para el cálculo de requerimientos regulatorios de capital (Arroyo, Colomer, García Baena y González Mosquera, 2012; Trucharte, Pérez Montes, Cristófoli, Ferrer Pérez y Lavín San Segundo, 2015).

**En el último sexenio (2020-2026), que comienza con la inesperada y dramática pandemia mundial de coronavirus, asistimos a la emergencia de un nuevo conjunto de temas que tienen la estabilidad financiera como una dimensión relevante.** En estos años, la REF servirá de

plataforma para la difusión de un abanico de temas: digitalización (Beck y Sánchez Serrano, 2022; Toloba y Río, 2020); innovación financiera (González-Páramo, 2017); divisas digitales de bancos centrales (Ponce, 2020; Landau, 2021; Romero Ugarte, Sánchez Martín, Martín Rodríguez y Arenillas Cristóbal, 2021; Gorjón, 2022); criptoactivos y *stablecoins* (Nieto Giménez-Montesinos y Hernández Molera, 2018; Arner, Auer y Frost, 2020); nuevas tecnologías aplicadas a las finanzas —*fintech*— (Carbó-Valverde, Cuadros-Solas y Rodríguez-Fernández, 2020); incursiones de las grandes empresas tecnológicas en el ámbito financiero —*big tech*— (Padilla, 2020; Martínez-Resano, 2021); ciberriesgos (Herrera-Luque, Munera López y Williams, 2021; Senabre, Soto y Munera, 2021); desafíos relacionados con el cambio climático, que ya se habían empezado a abordar en años anteriores (Marqués Sevillano y Romo González, 2018; Delgado, 2019; Martínez y Pérez Rodríguez, 2023; Cuevas, Palomeque y Santa-Cruz, 2023), y sostenibilidad (Gimeno y Sols, 2020). También se han consolidado temas que ya forman parte del ámbito funcional del Banco de España, como la resolución de entidades de crédito (Kruse y Fernández, 2019; Ibáñez, Kruse, Pollos, Serena y Tarí, 2024).

**Muchos de los trabajos citados reflejan la creciente dedicación del Banco de España —y de los bancos centrales en general— a estas cuestiones.** El análisis de la estabilidad financiera

tampoco es un área carente de novedades y se ve impulsado por asuntos de interés —como, por ejemplo, el análisis de interconexiones dentro del sistema financiero (Gálvez, 2021) o el desarrollo de ejercicios de pruebas de resistencia— en artículos pioneros (Pérez y Trucharte, 2011) y otros que analizan técnicas utilizadas cada vez más sofisticadas (Aguilar, González y Hurtado, 2021; Ferrer, García Villasur, Lavín, Pablos Nuevo y Pérez Montes, 2021). Para un futuro, cabe esperar que en la REF sigan conviviendo temas de importancia emergente —como el euro digital, los riesgos asociados a la intermediación financiera no bancaria, las nuevas fuentes de financiación o el grado de utilización de la inteligencia artificial en el sistema financiero— con temas de perenne interés —como las novedades regulatorias, los estudios históricos y el análisis de crisis financieras recientes—.

**En líneas generales, la combinación de temas presente en los 50 números de la REF ha atendido a diversas consideraciones de relevancia, diversidad, oportunidad y disponibilidad.** El Banco de

España siempre ha procurado mantener la REF como una publicación viva, flexible y apegada a temas de actualidad, como institución con análisis propio y actores destacados del debate. Así, por ejemplo, la REF ha publicado trabajos ocasionales para analizar la respuesta coordinada y extraordinaria de las autoridades financieras durante el confinamiento del COVID-19 (Anguren, Gutiérrez de Rozas, Palomeque y Rodríguez García, 2020; Jiménez, Pérez Asenjo, Vegas y

Trucharte, 2021; Eirea, Oroz y Díez, 2021; Pablos Nuevo y Pérez Montes, 2022), las consecuencias financieras de la DANA de octubre de 2024 (Pérez Montes, García Villasur, Gutiérrez de Rozas, Jiménez, Lavín, Matyunina y Vegas, 2025) o el alcance del apagón del 28 de abril de 2025 sobre los sistemas de pago (Cremades, Esandi y Pérez, 2025). Algunos de estos artículos han tenido una destacable acogida por los lectores de la REF y aparecen encumbrados en el top 10 de los artículos más descargados de la REF desde 2020 (período para el que se dispone de estadísticas fiables en cuanto a consultas y descargas de artículos de la REF en el sitio web del Banco de España).

**El ranking de artículos más consultados desde el inicio de la pandemia reivindica el enfoque de diversidad temática tradicionalmente seguido en la REF.** Como reflejo del variado perfil de nuestros lectores —ya descrito—, encontramos trabajos de temática dispar entre los diez artículos más descargados de la REF en los últimos años. En concreto, la lista la conforman trabajos que abordan desarrollos normativos recientes en materia prudencial y de resolución —a nivel internacional (Anguren, García Alcorta, García Calvo, Hernández García y Valdeolivas, 2023) y comunitario (Colomer, González Losantos, López Pérez y Mohedano Gómez, 2021)—, avances de digitalización e innovación financiera (Toloba y Río, 2020; Balsategui, Gorjón y Marqués, 2024), un repaso de la gestión de las autoridades bancarias ante la pandemia de COVID-19, análisis de cuestiones estructurales del sistema bancario español y europeo (Ferrer y Pereda, 2022; Fernandez-Bollo, Andreeva, Grodzicki, Handal y Portier, 2021) y una retrospectiva de casos concretos de quiebra idiosincrásica de entidades financieras no bancarias (Alonso Olmedo, Anguren Martín, Gamoneda Roca y Pérez Rodríguez, 2021) (véase cuadro 1).

**En ocasiones, la REF ha servido como fuente de información en español de cuestiones que solo —o principalmente— están accesibles en inglés.** Tal es el caso de las novedades de estándares regulatorios del Comité de Basilea, las consecuencias de la salida del Reino Unido de la Unión Europea —*brexit*— (Marín Bona, Moreno Sánchez y García Lecuona, 2019) y las recomendaciones del último programa de evaluación del sistema financiero español —llevado a cabo en 2023/2024— por parte del Fondo Monetario Internacional (Díez Alcoba, Estacio y Gutiérrez de Rozas, 2024). En esta línea, la REF ha divulgado información pública sobre la arquitectura institucional europea (Huertas, 2013; Vegara, 2014) y la actividad de organismos de relevancia para nuestro país, como la Junta Única de Resolución (Carrascosa, 2019; Concepción y Kruse, 2026), el Mecanismo Único de Supervisión (Torres, 2015), la Junta Europea de Riesgo Sistémico o el Banco Central Europeo —en su función menos conocida como autoridad macroprudencial— (Gutiérrez de Rozas, 2022 y 2023, respectivamente), proporcionando referencias documentales a todos aquellos lectores interesados en profundizar en su normativa, informes y recursos estadísticos de naturaleza no reservada.

**La REF, en definitiva, ha estado siempre al servicio de un objetivo de transparencia.** Un buen ejemplo son las reseñas sobre las sucesivas conferencias bienales de estabilidad financiera organizadas por el Banco de España —junto con el Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI)— desde 2017. Tras cada edición de esta conferencia, la REF ha recopilado la información sobre el evento (programa, presentaciones, textos de intervenciones, grabaciones de sesiones y fotografías) para difundirla a través de canales del Banco; de otra manera, resultaría de más difícil acceso para las personas interesadas.

Cuadro 1

**Ranking de los diez artículos de la REF más descargados entre 2020 y 2025**

Título	Autores	Edición REF	N.º REF
La regulación de los criptoactivos en el marco internacional y europeo en curso	Rebeca Anguren, José García Alcorta, Lucas García Calvo, Diego Hernández García y Eva Valdeolivas	Primavera 2023	44
Archegos y Greensill: caída, reacciones y aspectos comunes	José Alonso Olmedo, Rebeca Anguren Martín, María Gamoneda Roca y Pablo Pérez Rodríguez	Otoño 2021	41
Análisis económico de las comisiones bancarias, su régimen jurídico y su relevancia para la estabilidad financiera	Alejandro Ferrer y Álvaro Pereda	Primavera 2022	42
Stablecoins: risks, potential and regulation	Douglas Arner, Raphael Auer y Jon Frost	Otoño 2020	39
La inteligencia artificial en el sistema financiero: implicaciones y avances bajo la perspectiva de un banco central	Iván Balsategui, Sergio Gorjón y José Manuel Marqués	Otoño 2024	47
Novedades regulatorias en materia de solvencia, recuperación y resolubilidad bancarias	Ignacio Colomer, Sara González Losantos, María López Pérez y Luis Mohedano Gómez	Otoño 2021	41
La perspectiva de la digitalización de la banca española: riesgos y oportunidades	Carolina Toloba y José Miguel del Río	Primavera 2020	38
Euro area bank profitability and consolidation	Édouard Fernandez-Bollo, Desislava Andreeva, Maciej Grodzicki, Lise Handal y Rose Portier	Primavera 2021	40
La respuesta regulatoria y supervisora frente a la crisis derivada del Covid-19	Rebeca Anguren, Luis Gutiérrez de Rozas, Esther Palomeque y Carlos José Rodríguez García	Otoño 2020	39
Principios básicos de Basilea para una supervisión bancaria eficaz: una actualización tras una década de experiencia	Asunción Alonso, Danae Durán, Belén García-Olmedo y María Antonia Quesada	Primavera 2024	46

FUENTE: Banco de España.

## 4 Conclusión

**Resumir 25 años de la *Revista de Estabilidad Financiera* (REF) en unas pocas páginas es una tarea ardua y probablemente injusta.** La riqueza de la REF solo se puede apreciar repasando cronológicamente cada uno de sus números —artículo a artículo— en el formidable **Repositorio Institucional** del Banco de España, comprobando de primera mano cómo han cambiado los temas, el enfoque de los artículos y, por supuesto, las personas que contribuyen a él, hasta llegar a la REF que conocemos en la actualidad.

**Confío en que la REF seguirá cumpliendo años, fiel al mandato con el que surgió.** Como acertadamente señalaba en 2001 el entonces gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en la presentación que prologaba el primer número de *Estabilidad Financiera*:

«[En esta publicación] irán apareciendo trabajos de todas las disciplinas (económica, financiera, contable, jurídica, etcétera), de cualquier origen (nacional o internacional), con pluralidad de enfoques (profesional, académico, etc.) y a todos los niveles (investigador, técnico, descriptivo, divulgativo, etc.). En definitiva, pretende ser una publicación abierta, en la que, junto a contenidos institucionales explícitos, habitualmente tengan cabida

colaboraciones personales, sin más limitaciones que las impuestas por el compromiso de mantener el necesario rigor».

Un cuarto de siglo después, estas palabras siguen plenamente vigentes y continuarán guiando cada nuevo número de la REF.

## BIBLIOGRAFÍA

- Aguilar, Pablo, Beatriz González y Samuel Hurtado. (2021). "Diseño de escenarios macroeconómicos para las pruebas de resistencia de cambio climático". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 40, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/16739>
- Alonso, Asunción, Danae Durán, Belén García-Olmedo y María Antonia Quesada. (2024). "Principios básicos de Basilea para una supervisión bancaria eficaz: una actualización tras una década de experiencia". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 46, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/36633>
- Alonso Olmedo, José, Rebeca Anguren Martín, María Gamoneda Roca y Pablo Pérez Rodríguez. (2021). "Archegos y Greensill: caída, reacciones y aspectos comunes". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 41, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/19364>
- Anguren, Rebeca, José García Alcorta, Lucas García Calvo, Diego Hernández García y Eva Valdeolivas. (2023). "La regulación de los cryptoactivos en el marco internacional y europeo en curso". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 44, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/30054>
- Anguren, Rebeca, Luis Gutiérrez de Rozas, Esther Palomeque y Carlos José Rodríguez García. (2020). "La respuesta regulatoria y supervisora frente a la crisis derivada del Covid-19". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 39, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/14222>
- Arner, Douglas, Raphael Auer y Jon Frost. (2020). "Stablecoins: risks, potential and regulation". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 39, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/14225>
- Arroyo, José María, Ignacio Colomer, Raúl García-Baena y Luis González-Mosquera. (2012). "Comparing risk-weighted assets: the importance of supervisory validation processes". *Estabilidad Financiera - Banco de España*, 22, mayo. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11470>
- Balsategui, Iván, Sergio Gorjón y José Manuel Marqués. (2024). "La inteligencia artificial en el sistema financiero: implicaciones y avances bajo la perspectiva de un banco central". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 47, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/38235>
- Beck, Thorsten, y Antonio Sánchez Serrano. (2022). "Digitalisation and banking: new risks and three scenarios for the European banking system of the future". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 42, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21557>
- Broto, Carmen, Esther Cáceres y Mariya Melnychuk. (2022). "Indicadores sectoriales para la aplicación de las nuevas herramientas macroprudenciales del Banco de España". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 42, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21561>
- Carbó-Valverde, Santiago, Pedro J. Cuadros-Solas y Francisco Rodríguez-Fernández. (2020). "Taxonomy of the Spanish FinTech ecosystem and the drivers of FinTechs' performance". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 38, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/13545>
- Carrascosa, Antonio. (2019). "El Mecanismo Único de Resolución Bancaria". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 36, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11202>
- Caruana, Jaime. (2001). "Presentación". *Estabilidad Financiera - Banco de España*, 1, septiembre, pp. 7-8. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11558>
- Castro, Christian, y Ángel Estrada. (2021). "Función y aplicación de las nuevas herramientas macroprudenciales a disposición del Banco de España". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 40, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/16736>
- Castro, Christian, Ángel Estrada y Jorge Martínez. (2014). "The countercyclical capital buffer in Spain: an exploratory analysis of key guiding indicators". *Estabilidad Financiera - Banco de España*, 27, noviembre. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11439>
- Colomer, Ignacio, Sara González Losantos, María López Pérez y Luis Mohedano Gómez. (2021). "Novedades regulatorias en materia de solvencia, recuperación y resolubilidad bancarias". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 41, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/19368>
- Concepción, Alberto, y Miguel Kruse. (2026). "Diez años de resolución bancaria en Europa: evolución, lecciones aprendidas y retos futuros". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 50, primavera.

- Cremades, Lourdes, Álvaro Esandi y Miguel Pérez. (2025). "El impacto del apagón del 28 de abril de 2025 sobre los sistemas de pago en España". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 49, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/41868>
- Cuevas, Herminia, Esther Palomeque y Beatriz Santa-Cruz. (2023). "Publicación de los riesgos ESG bajo el Pilar 3. Primera información de las entidades bancarias españolas y otras europeas". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 45, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/34857>
- Delgado, Margarita. (2019). "Transición energética y estabilidad financiera. Implicaciones para las entidades de depósito españolas". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 37, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11163>
- Díez Alcoba, María, Fátima Estacio y Luis Gutiérrez de Rozas. (2024). "El Programa de Evaluación del FMI para el sistema financiero español: una visión general desde una perspectiva de estabilidad financiera". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 47, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/38297>
- Eírea, Sonsoles, María Oroz y Carlos Díez. (2021). "La adaptación de la función de supervisión de las entidades de crédito a la crisis derivada del COVID-19". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 40, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/16734>
- Estrada, Ángel, y Jesús Saurina. (2016). "Spanish boom-bust and macroprudential policy". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 30, mayo. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11304>
- Fernandez-Bollo, Édouard, Desislava Andreeva, Maciej Grodzicki, Lise Handal y Rose Portier. (2021). "Euro area bank profitability and consolidation". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 40, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/16735>
- Ferrer, Alejandro, Javier García Villasur, Nadia Lavín, Irene Pablos Nuevo y Carlos Pérez Montes. (2021). "Un primer análisis de los riesgos de transición energética con el marco de pruebas de resistencia FLESB del Banco de España". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 41, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/19363>
- Ferrer, Alejandro, y Álvaro Pereda. (2022). "Análisis económico de las comisiones bancarias, su régimen jurídico y su relevancia para la estabilidad financiera". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 42, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21559>
- Gálvez, Julio. (2021). "Measuring interconnectedness across institutions and sectors". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 41, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/19365>
- Gimeno, Ricardo, y Fernando Sols. (2020). "La incorporación de factores de sostenibilidad en la gestión de carteras". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 39, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/14228>
- González-Páramo, José Manuel. (2017). "Financial innovation in the digital age: challenges for regulation and supervision". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 32, mayo. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11293>
- Gorjón, Sergio. (2022). "Mercados financieros mayoristas y divisas digitales: avanzando en la tokenización del dinero de banco central". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 42, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21560>
- Gutiérrez de Rozas, Luis. (2022). "Los diez primeros años de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (2011-2021)". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 42, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21562>
- Gutiérrez de Rozas, Luis. (2023). "El Banco Central Europeo y la estabilidad financiera: un cuarto de siglo de evolución y transformación (1998-2023)". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 44, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/30055>
- Hernández, Julio R., Alejandra Bernad, Laura Hierro y Ana M. Gómez-Bezares. (2022). "Reflections on the future business model of European banks and the supervisory approach". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 42, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21558>
- Herrera Luque, Francisco José, José Munera López y Paul Williams. (2021). "Cyber risk as a threat to financial stability". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 40, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/16738>
- Huertas, Thomas F. (2013). "Banking Union". *Estabilidad Financiera - Banco de España*, 24, mayo. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11459>
- Ibáñez, Lucía, Miguel Kruse, María Pollos, José María Serena y Miquel Tarí. (2024). "El sector bancario del área del euro ante los requerimientos MREL: ¿un reto para los bancos medianos?". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 46, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/36635>

- Iglesias-Sarria, Cristina, y Fernando Vargas. (2012). "Las entidades financieras sistémicas: las medidas acordadas". *Estabilidad Financiera - Banco de España*, 23, noviembre. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11466>
- Jiménez, Gabriel, Eduardo Pérez Asenjo, Raquel Vegas y Carlos Trucharte. (2021). "Medidas de apoyo en el sector bancario: moratorias de préstamos". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 40, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/16732>
- Jiménez Gonzalo, Concha, y Helena Tejero Sala. (2018). "Cierre de oficinas bancarias y acceso al efectivo en España". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 34, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11235>
- Kruse, Miguel, e Iván Fernández. (2019). "Planificación de la resolución de entidades de crédito en España y en la eurozona". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 36, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11204>
- Landau, Jean-Pierre. (2021). "Central bank digital currencies and financial stability". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 41, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/19362>
- Ledo, Mayte. (2011). "Towards more consistent, albeit diverse, risk-weighted assets across banks". *Estabilidad Financiera - Banco de España*, 21, noviembre <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11479>
- Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España. <https://www.boe.es/eli/es/l/1994/06/01/13/con>
- Marín Bona, Paloma, Susana Moreno Sánchez y María García Lecuona. (2019). "Brexit: incertidumbres y retos en el sector financiero". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 37, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11170>
- Marqués Sevillano, José Manuel, y Luna Romo González. (2018). "El riesgo de cambio climático en los mercados y las entidades financieras: retos, medidas e iniciativas internacionales". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 34, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11239>
- Martínez, Covadonga, y Pablo Pérez Rodríguez. (2023). "Cambio climático, información y riesgos financieros: ¿horizontes lejanos?". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 44, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/30053>
- Martínez Resano, José Ramón. (2021). "Regulating for competition with BigTechs: banking-as-a-service and 'beyond banking'". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 41, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/19367>
- Nieto Giménez-Montesinos, María Ángeles, y Joaquín Hernández Molera. (2018). "Monedas virtuales y locales: las paramonedas, ¿nuevas formas de dinero?". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 35, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11245>
- Núñez, Soledad, y Eva Valdeolivas. (2019). "Las entidades de contrapartida central: beneficios, costes y riesgos". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 36, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11205>
- Pablos Nuevo, Irene, y Carlos Pérez Montes. (2022). "Impacto de las limitaciones sobre el reparto de beneficios, a raíz de la pandemia de Covid-19, en las valoraciones bursátiles de los bancos de Europa y de Estados Unidos". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 43, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/24947>
- Padilla, Jorge. (2020). "BigTech 'banks', financial stability and regulation". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 38, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/13544>
- Pérez, Daniel, y Carlos Trucharte. (2011). "Los ejercicios de estrés test: experiencia reciente y reflexiones sobre su futuro". *Estabilidad Financiera - Banco de España*, 21, noviembre. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11480>
- Pérez Montes, Carlos (coord.), Javier García Villasur, Luis Gutiérrez de Rozas, Gabriel Jiménez, Nadia Lavín, Alexandra Matyunina y Raquel Vegas. (2025). "El impacto de la DANA de otoño de 2024 desde una perspectiva de estabilidad financiera". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 48, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/40130>
- Ponce, Jorge. (2020). "Digitalization, retail payments and Central Bank Digital Currency". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 39, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/14226>
- Rodríguez de Codes Elorriaga, Elena. (2010). "Las nuevas medidas de Basilea III en materia de capital". *Estabilidad Financiera - Banco de España*, 19, noviembre. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11497>
- Rodríguez Quejido, Víctor, y José Manuel Portero Bujalance. (2015). "Resolución de entidades de contrapartida central: una aproximación en un entorno postcrisis". *Estabilidad Financiera - Banco de España*, 29, noviembre. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11430>
- Romero Ugarte, José Luis, Abel Sánchez Martín, Carlos Martín Rodríguez y Justo Arenillas Cristóbal. (2021). "Implicaciones de una moneda digital soberana mayorista apoyada en tecnología de registros distribuidos para las infraestructuras del mercado financiero". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 40, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/16737>

- Saurina, Jesús. (2009). "Loan loss provisions in Spain. A working macroprudential tool". *Estabilidad Financiera - Banco de España*, 17, noviembre. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11510>
- Senabre, Silvia, Iván Soto y José Munera. (2021). "Fortaleciendo la ciberresiliencia del sector financiero. Evolución y tendencias". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 41, otoño. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/19366>
- Toloba, Carolina, y José Miguel del Río. (2020). "La perspectiva de la digitalización de la banca española: riesgos y oportunidades". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 38, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/13547>
- Torres, Xavier. (2015). "El Mecanismo Único de Supervisión y el papel de las autoridades nacionales". *Estabilidad Financiera - Banco de España*, 29, noviembre. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11428>
- Trucharte, Carlos, y Jesús Saurina. (2013). "Spanish dynamic provisions: main numerical features". *Estabilidad Financiera - Banco de España*, 25, noviembre. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11452>
- Trucharte Artigas, Carlos, Carlos Pérez Montes, María Elizabeth Cristófoli, Alejandro Ferrer Pérez y Nadia Lavín San Segundo. (2015). "Credit portfolios and risk weighted assets: analysis of European banks". *Estabilidad Financiera - Banco de España*, 29, noviembre. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11431>
- Vegara Figueras, David. (2014). "Una panorámica de la unión bancaria". *Estabilidad Financiera - Banco de España*, 27, noviembre. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11438>



Cuadro A.1

## Relación de integrantes del Consejo Editorial de la REF (2005-2026)

Número	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50					
Fecha	II S 2005	IS 2006	II S 2006	IS 2007	II S 2007	IS 2008	II S 2008	IS 2009	II S 2009	IS 2010	II S 2010	IS 2011	II S 2011	IS 2012	II S 2012	IS 2013	II S 2013	IS 2014	II S 2014	IS 2015	II S 2015	IS 2016	II S 2016	IS 2017	II S 2017	IS 2018	II S 2018	IS 2019	II S 2019	IS 2020	II S 2020	IS 2021	II S 2021	IS 2022	II S 2022	IS 2023	II S 2023	IS 2024	II S 2024	IS 2025	II S 2025	IS 2026					
Presidente/a	Gonzalo Gil	José Viñals		Javier Ariztegui				Fernando Restoy / Vicente Salas (a)					Javier Alonso		Margarita Delgado						Soledad Núñez																										
Secretario/a		Ricardo Fernández					Montserrat Martínez Parera					María Luisa Leyva			Luis Gutiérrez de Rozas																																
Miembros:																																															
Gonzalo Gil																																															
Javier Ariztegui																																															
<b>Rafael Repullo</b>																																															
Vicente Salas																																															
Julio Segura																																															
Xavier Freixas																																															
<b>Santiago Carbó</b>																																															
José María Roldán																																															
Juan Ayuso																																															
Jesús Saurina																																															
Óscar Arce																																															
José Luis Peydró																																															
Ángel Estrada																																															
<b>Carlos Thomas</b>																																															
<b>Roberto Blanco</b>																																															
<b>Elena Martínez</b>																																															
<b>Susana Camiñas</b>																																															
Galo Nuño																																															
<b>Javier Vallés</b>																																															

FUENTE: Banco de España.

NOTA: En negrita se resaltan los integrantes actualmente activos en el Consejo Editorial (en la fecha de elaboración de este artículo).

a Durante la mayor parte del período comprendido entre 2012 y 2016, Vicente Salas ejerció como presidente del Consejo Editorial por delegación del entonces subgobernador del Banco de España (Fernando Restoy).

Cuadro A.2

## Publicaciones comparables a la REF de otros bancos centrales en Europa

	Banco de España	Banque de France	Narodowy Bank Polski	Bank of England	Banca d'Italia	Central Bank of Ireland	Danmarks Nationalbank	Suomen Pankki / Finlands Bank	European Central Bank	
Nombre de la publicación	Revista de Estabilidad Financiera	Revue de la Stabilité Financière	Bank i Kredyt	Financial Stability Papers	Note di stabilità finanziaria e vigilanza	Financial Stability Notes	Financial Stability Analyses	Financial Stability Analyses	Financial Stability Review (Special Features)	Macroprudential Bulletin
Formato revista	Sí	Sí	Sí	No	No	No	No	No	Apéndice de artículos breves al final del documento	Sí
Período de publicación	Desde 2001	Desde 2006 hasta 2021	Desde 1999	Desde 2006	Desde 2014	Desde 2018	Desde 2017	Desde 2015	Desde 2004	Desde 2016
Frecuencia	Semestral	Anual	Semestral	<i>Ad hoc</i>	<i>Ad hoc</i>	<i>Ad hoc</i>	<i>Ad hoc</i>	<i>Ad hoc</i>	Semestral	<i>Ad hoc</i>
Cifra de artículos por número o año	4-8 artículos por número	7-16 artículos por número (cada número se enfocaba a un tema)	4-6 artículos por número	1-2 artículos por año	3-8 artículos por año	7-16 artículos por año	19-30 artículos por año	4-9 artículos por año	2-3 artículos por número	5-15 artículos al año (cada número se enfoca a un tema)
Abierto a autores externos al banco central	Sí (con contribuciones autónomas o en colaboración con autores internos)	Sí	Sí	Sí (en colaboración con autores internos)	Sí (en colaboración con autores internos)	No	N.D. (solo figura como persona de contacto un experto en comunicación)	No	Sí (en colaboración con autores internos)	Sí (en colaboración con autores internos)
Composición pública del Consejo Editorial	Sí	Sí	Sí	No	No	No	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

FUENTE: Elaboración propia a partir de información pública.

NOTA: N.D. (no disponible); N.A. (no aplicable).

## Cómo citar este documento

Núñez, Soledad. (2026). "25 años de la *Revista de Estabilidad Financiera*: un balance". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 50, primavera. <https://doi.org/10.53479/43291>

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

Lucas García Calvo y Diego Hernández García

BANCO DE ESPAÑA

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

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

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

### Resumen

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

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

## 1 Introducción

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

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

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

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

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

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

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

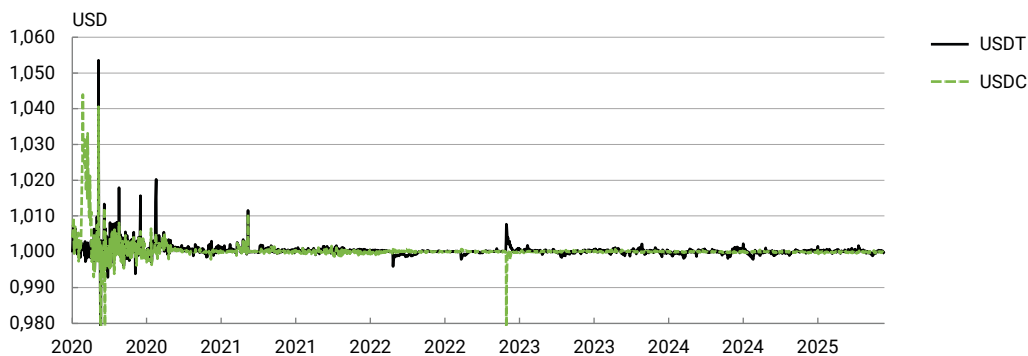
En segundo lugar, la posibilidad de que las *stablecoins* se conviertan en un medio de pago generalizado introduce aspectos que conviene regular, relacionados con la infraestructura que los soporta, con su transmisión o con la propia concepción legal del dinero. Por último, el carácter global de estos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

---

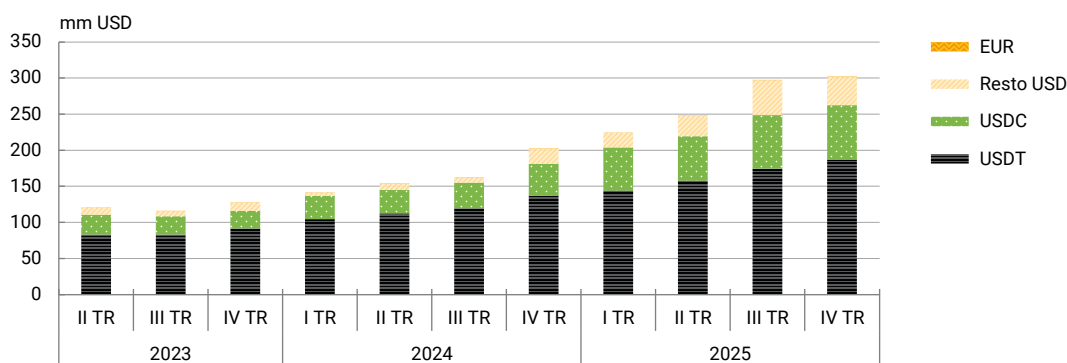
1 Durante el segundo semestre de 2025, la capitalización total del mercado de criptoactivos alcanzó su máximo histórico, al superar los 3,6 billones de dólares estadounidenses (USD) (octubre de 2025), aunque desde entonces su volumen se ha reducido hasta aproximadamente 2,2 billones de USD. El mercado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

**Stablecoins y evolución del mercado**

## 1.a Cotización de USDT y USDC (a)



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



FUENTE: CoinMarketCap.

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

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

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

## 2 Riesgos para la estabilidad financiera

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

## 2.2 Las emisiones multijurisdicción

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

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

---

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

### 3 Respuesta regulatoria

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

### 3.1 Ámbito de aplicación

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

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

---

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

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

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

### 3.2 Entrada en vigor

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

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

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

### 4.1 Provisiones generales

#### 4.1.1 Régimen de autorización y supervisión

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

---

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

#### 4.1.2 Actuación transfronteriza

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

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

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

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

---

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

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

#### 4.1.3 Requerimientos de capital

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 4.1.4 Otros requerimientos

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

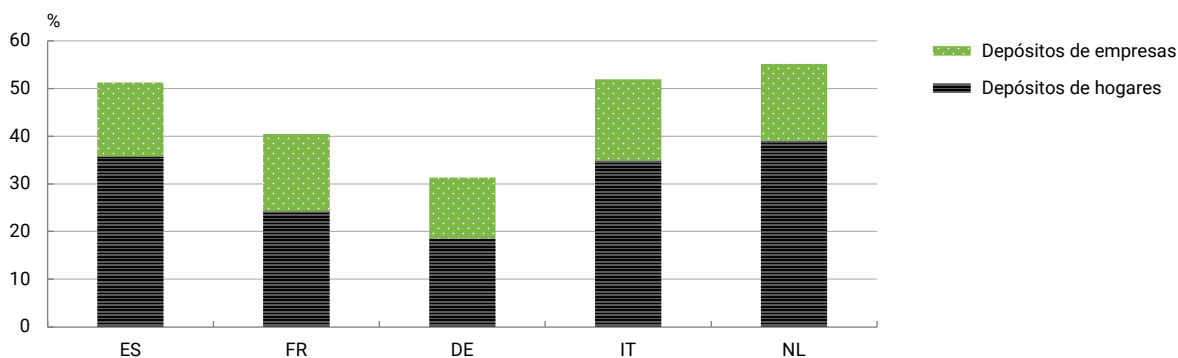
3 De manera específica, se indica que, para superar esta condición, los nodos validadores también deben estar sujetos a estándares apropiados de gestión de riesgo o estar regulados y supervisados.

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

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

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

Gráfico 2

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

FUENTE: EBA Dashboard. Septiembre de 2025.

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

#### 4.2.1 Depósitos bancarios

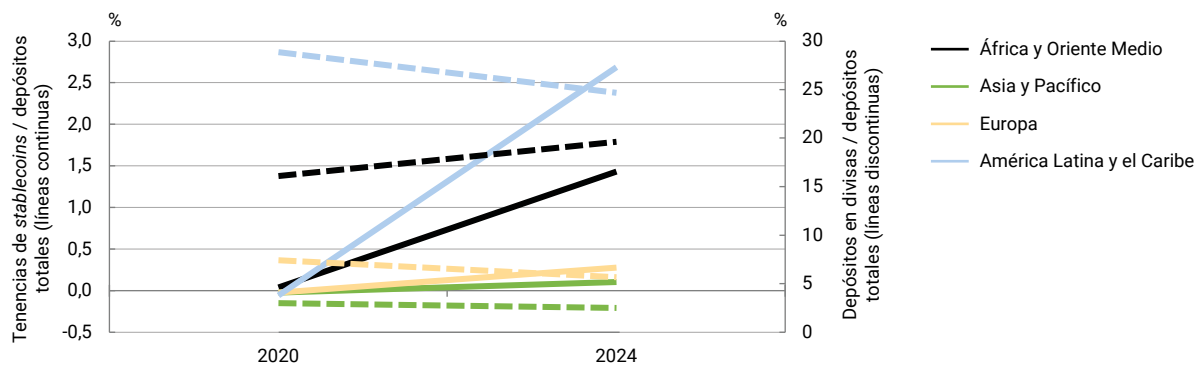
Sin embargo, a pesar de todos esos elementos comunes, la regulación se enfrenta a un dilema: priorizar la inclusión en la reserva de activos líquidos y seguros, en particular depósitos bancarios e instrumentos de deuda soberana, aumentando con ello las interconexiones con el sistema bancario y los mercados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

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

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

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

Gráfico 3

Tenencias de *stablecoins* sobre depósitos (a)

FUENTE: IMF Understanding Stablecoins. 2025.

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

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

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

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

33 Véase la nota 27.

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

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

#### 4.2.2 Límites a la concentración

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

#### 4.3.2 Planes de recuperación y reembolso

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

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

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

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

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

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

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

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

## 5 Conclusiones

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

---

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

Cuadro 1

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

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

FUENTE: Elaboración propia.

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

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

Cuadro 1

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

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

FUENTE: Elaboración propia.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## BIBLIOGRAFÍA

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

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

## Cómo citar este documento

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

# EFFECTOS SOBRE EL CRÉDITO HIPOTECARIO DE UNA MENOR CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES EN ESPAÑA

Gabriel Jiménez Zambrano y Eduardo Pérez Asenjo

BANCO DE ESPAÑA

<https://doi.org/10.53479/43307>

Los autores pertenecen al Departamento de Estabilidad Financiera y Política Macroprudencial, y agradecen los valiosos comentarios recibidos de Carlos Pérez Montes y un evaluador anónimo. [Formulario de contacto](#) para comentarios.

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

### Resumen

En este artículo analizamos, mediante un experimento natural, los efectos sobre el crédito hipotecario de los cambios exógenos en la capacidad de endeudamiento de los hogares en España. La naturaleza de estos cambios permite interpretar sus implicaciones como análogas a las que podrían derivarse de la introducción de medidas macroprudenciales basadas en el prestatario (BBM, por sus siglas en inglés), que están orientadas a limitar el apalancamiento en el momento de la concesión del crédito. El análisis empírico explota una modificación temporal del tratamiento fiscal de la adquisición de vivienda habitual en 2011, aplicada únicamente en el territorio común, no así en territorios sujetos a derecho foral, y revertida posteriormente con carácter retroactivo. Este episodio generó una restricción exógena de la capacidad de endeudamiento de los hogares potencialmente afectados, sin alterar de forma permanente su renta disponible. Utilizando los microdatos de la Central de Información de Riesgos del Banco de España y una estrategia de diferencias en diferencias con controles exhaustivos de la oferta y la demanda, encontramos reducciones significativas en el importe y en las ratios *loan-to-value* (LTV) y *loan-to-income* (LTI) de las nuevas hipotecas, así como en su probabilidad de impago futuro. La evidencia es coherente con los efectos atribuidos en la literatura a las BBM y aporta información relevante para su evaluación *ex ante* en el contexto español.

**Palabras clave:** medidas macroprudenciales, *borrower-based measures*, BBM, LTV, LTI, endeudamiento.

## 1 Introducción

La evaluación *ex ante* de las medidas macroprudenciales basadas en el prestatario (BBM, por sus siglas en inglés), orientadas a limitar el endeudamiento de los prestatarios y a mitigar la acumulación de riesgos sistémicos, es un elemento clave para valorar su eficacia potencial, su adecuada calibración y sus eventuales efectos no deseados sobre el mercado crediticio.

En el ámbito del crédito hipotecario, estos instrumentos incluyen límites a la ratio entre el importe del préstamo y el valor del inmueble (*loan-to-value*, LTV), a la ratio entre el importe del préstamo y la renta del prestatario (*loan-to-income*, LTI) o a la ratio entre el servicio de la deuda y la renta (*debt-service-to-income*, DSTI). Estas medidas se han aplicado de forma generalizada en múltiples jurisdicciones, con evidencia favorable tanto en términos de fortalecimiento de la resiliencia del sistema bancario como de la moderación del ciclo crediticio.

En España, el marco normativo que habilita la activación de los instrumentos BBM fue desarrollado entre 2018 y 2021 con el objetivo de reforzar la estabilidad financiera mediante

la contención del riesgo de crédito asociado a un endeudamiento excesivo de los hogares<sup>1</sup>. La activación de estos instrumentos implica la introducción de restricciones cuantitativas a los estándares de concesión del crédito hipotecario (por ejemplo, mediante límites a las ratios LTV, LTI o DSTI) que acotan exógenamente el endeudamiento de los prestatarios en el momento de la concesión. No obstante, estas herramientas no han sido activadas hasta la fecha, en un contexto caracterizado por la ausencia de señales suficientes de riesgo sistémico. Esta falta de experiencia de aplicación efectiva limita la disponibilidad de evidencia empírica directa que permita anticipar sus posibles efectos y dificulta la calibración adecuada de sus parámetros.

En este contexto, resulta relevante recurrir a enfoques alternativos que permitan evaluar, de forma preliminar, el impacto potencial de la implantación de una política BBM en el caso español. Estas aproximaciones pueden incluir simulaciones basadas en modelos teóricos y revisiones de la evidencia procedente de la experiencia internacional (véase Carro, Galán, Martorell y Vegas, 2025). Una estrategia complementaria consiste en analizar episodios de política económica pasados que, sin constituir medidas macroprudenciales, hayan generado efectos comparables sobre las decisiones de endeudamiento de los hogares. En esta línea, en el presente artículo analizamos la eliminación temporal en 2011 de la deducción fiscal por adquisición de vivienda habitual en la mayor parte del territorio español. Interpretamos dicha intervención como un *shock* que redujo de forma exógena la capacidad de endeudamiento de determinados hogares y cuyos efectos pueden asimilarse a los de una BBM orientada a limitar el apalancamiento del prestatario con respecto a su renta. El anejo 1 formaliza la analogía entre el *shock* fiscal y una BBM como una correspondencia local y condicional, válida para el conjunto de los hogares sujetos a las restricciones LTI/DSTI en origen.

La medida fiscal analizada entró en vigor el 1 de enero de 2011 y supuso la eliminación total de la deducción por compra de vivienda habitual para los contribuyentes residentes en el territorio de régimen común y con una renta superior a 24.000 euros<sup>2</sup>. Para los hogares afectados, la medida supuso una reducción de la suma de rentas disponibles futuras que podían ser comprometidas en la devolución de un préstamo hipotecario y, por ende, una restricción al tamaño máximo de este. Así, de manera análoga a los límites de concesión macroprudenciales, en sus distintas formas<sup>3</sup>, este *shock* exógeno de naturaleza fiscal limitaba la capacidad de endeudamiento de los

---

1 Este tipo de medidas fueron introducidas en España por el [Real Decreto-ley 22/2018](#) y el [Real Decreto 102/2019](#). Su desarrollo se llevó a cabo por la [Circular 5/2021](#) del Banco de España, que introdujo los artículos 75 y 76 en la [Circular 2/2016](#) del Banco de España.

2 Esta reforma fiscal fue introducida en la [Ley 39/2010](#), de 22 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2011. El umbral se aplica a la base imponible del contribuyente. Para obtener más información, véase el epígrafe 3.

3 Las BBM pueden adoptar formas muy diversas. Hemos citado límites sobre las ratios LTV, LTI y DSTI, pero, de manera general, todas ellas pueden expresarse como una restricción sobre el importe máximo del préstamo ( $L$ ) al que puede acceder el hogar, o bien como un límite sobre la fracción de su renta futura descontada ( $F$ ) que puede comprometer en el préstamo, definida sobre la suma del valor presente de dichas rentas ( $\Sigma Renta$ ). Así, por ejemplo, una restricción del tipo  $LTV < 1$  implica  $L < V$ , donde  $V$  representa el valor de la vivienda, lo que puede interpretarse también como un límite sobre la fracción máxima de renta futura comprometida,  $F < V / \Sigma Renta$ . De forma análoga, una restricción  $LTI < 1$  implica  $L < I$ , donde  $I$  denota el valor de la renta actual del prestatario, restringiendo igualmente la fracción de rentas futuras que puede ser comprometida a  $F < I / \Sigma Renta$ .

hogares<sup>4</sup>. De manera inesperada, la deducción fue restablecida en su forma original a finales de ese mismo año (30 de diciembre), lo que permitió a los hipotecados afectados por la medida beneficiarse de las deducciones desde el ejercicio en que se concedió el préstamo y, de este modo, restablecer su renta disponible como si la medida no hubiera entrado en vigor.

Todo ello, junto con la ausencia de cambios simultáneos en otras políticas<sup>5</sup>, nos permite construir un entorno cuasiexperimental basado en la comparación entre zonas no afectadas y afectadas<sup>6</sup>, donde la eliminación de la deducción generó un *shock* exógeno de demanda que afectó a las decisiones de compra de vivienda y a las condiciones de los préstamos contratados en este período. Además, la recuperación retroactiva de la deducción implicó que, *ex post*, la renta disponible de los hogares afectados por su eliminación previa no se viera realmente disminuida. Así, la eliminación temporal de la deducción habría operado solamente a través de la reducción en el importe de crédito de las nuevas operaciones y, de este modo, sobre su menor apalancamiento, lo que permitiría aislar su efecto en la evolución futura de los impagos.

En definitiva, la especificidad de este *shock* reside en tres características: i) su no aplicación en los territorios forales (País Vasco y Navarra), donde tampoco hubo modificaciones adicionales en el tipo impositivo ni en otras dimensiones del impuesto, lo que permite construir un grupo de control no expuesto a la medida; ii) su focalización en los hogares de renta alta, lo que facilita el diseño de la estrategia de identificación en ausencia de la renta del hogar a escala individual, y iii) su recuperación retroactiva por sorpresa al cierre de 2011, lo que neutraliza el efecto permanente sobre la renta disponible y permite aislar el canal del apalancamiento financiero sobre el riesgo de la operación.

Los resultados muestran que a corto plazo la eliminación temporal de la deducción por vivienda supuso una caída del 6 % del importe de las nuevas hipotecas concedidas (con respecto a las originadas en los territorios forales, que no se vieron afectados por dicho cambio), lo que implicó una reducción de 3,3 puntos porcentuales (pp) del LTV y de 24 puntos básicos (pb) del LTI, mientras que ni el valor de tasación del inmueble ni los tipos de interés se vieron afectados. En consecuencia, las hipotecas concedidas en las zonas afectadas por la implementación de la medida experimentaron una disminución en su probabilidad de impago futuro al haberse

---

4 La analogía es, en general, parcial, ya que una medida fiscal puede afectar también a los hogares para los que una restricción macroprudencial resultaría no vinculante y, de forma general, a la suma de rentas futuras disponibles  $\Sigma$ Renta. No obstante, en el episodio estudiado esta diferencia es limitada, dado que el *shock* de renta fue temporal y posteriormente revertido con carácter retroactivo, lo que refuerza su comparabilidad con una restricción al endeudamiento en el origen de la operación.

5 El 20 de agosto de 2011 entró en vigor, con carácter temporal, una reducción del impuesto sobre el valor añadido (IVA) del 8 % al 4 % para la adquisición de vivienda nueva. Si bien esta medida podría haber generado efectos de anticipación, dicho riesgo es limitado en nuestro caso, dado que la ventana de estimación finaliza en junio de 2011 y que la reducción se anunció de forma inesperada como parte de un paquete de medidas urgentes. En cualquier caso, como ejercicio de robustez excluimos de la muestra las operaciones identificadas como compras de vivienda nueva (empleando la fecha de construcción), sin que ello altere de forma significativa los resultados.

6 Idealmente, disponer de información sobre la renta individual de cada hogar en el momento de la concesión del préstamo nos permitiría analizar con total precisión el impacto de la medida, pero no disponemos de dicha información. Por esta razón, utilizamos como aproximación la renta media del código postal en el que se localiza el prestatario. Como consecuencia, de forma general, todas las áreas del territorio común se ven afectadas en algún grado por la eliminación de la deducción (al incluir hogares con rentas superiores a 24.000 euros), mientras que los territorios forales permanecen inalterados. Así, en la regresión base solo trabajamos con las hipotecas concedidas en territorio foral, y de las concedidas en territorio común las de renta alta. En el epígrafe 4.1 explicamos en detalle la muestra considerada.

realizado con un menor grado de apalancamiento de los hogares prestatarios y, a su vez, debido a que la renta disponible de los hogares no se vio comprometida, gracias tanto al carácter temporal de la supresión de la deducción fiscal como a su aplicación retroactiva en el mismo ejercicio. Además, en agregado, el crédito hipotecario nuevo se redujo un 23 %, y no se observaron efectos sobre el crédito al consumo.

Para llevar a cabo este análisis utilizamos la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE). Esta base de datos nos permite identificar, con periodicidad mensual, todas las nuevas hipotecas constituidas sobre vivienda habitual entre julio de 2010 y junio de 2011 en el conjunto del territorio español. La base de datos contiene información detallada sobre las características de cada operación (incluyendo importe otorgado, plazo de vencimiento, tipo de interés aplicado y fecha de concesión), así como información relevante sobre los prestatarios (como su sector de actividad y su edad). Además, se recoge el código postal de residencia, lo que permite imputar a cada hogar un nivel de renta promedio a partir de datos externos. La CIRBE también identifica a la entidad financiera que otorga cada préstamo, lo que posibilita incorporar controles exhaustivos por banco.

La estructura del artículo es la siguiente. En primer lugar, presentamos una revisión de la literatura relacionada con los efectos de las políticas macroprudenciales orientadas a limitar el endeudamiento del prestatario sobre diversos indicadores hipotecarios en distintos países. A continuación, en el epígrafe 3 describimos en detalle el *shock* fiscal analizado, discutimos su analogía con un *shock* de demanda que restringe el endeudamiento bancario y explicamos las bases de datos empleadas. En el epígrafe 4 exponemos la metodología de identificación adoptada y analizamos los efectos de la eliminación temporal de la deducción fiscal sobre las características de las nuevas hipotecas concedidas, y complementamos los resultados con un conjunto de pruebas adicionales de robustez. Finalmente, en el epígrafe 5 recogemos las conclusiones que extraemos del análisis.

## 2 Revisión de la literatura académica sobre los efectos de las políticas macroprudenciales basadas en el prestatario

Tras la crisis financiera global, el estudio de los efectos de las medidas macroprudenciales basadas en el prestatario (BBM, por sus siglas en inglés) se incrementó significativamente, por lo que existe una extensa literatura, tanto teórica como empírica, sobre el tema<sup>7</sup>.

La literatura teórica, que utiliza en su mayoría modelos de equilibrio general o parcial, señala que las BBM tienen un impacto sobre el crédito, los precios de la vivienda y la estabilidad financiera. En particular, la relajación de los límites de ratios como las existentes entre el importe del préstamo y el valor del inmueble (*loan-to-value*, LTV), entre el importe del préstamo y la renta del prestatario (*loan-to-income*, LTI) o entre el servicio de la deuda y la renta (*debt-service-to-income*, DSTI) tiende a elevar los precios de la vivienda y el endeudamiento de los hogares, lo que aumenta su vulnerabilidad y reduce el consumo ante *shocks* negativos. Además, estos trabajos encuentran

---

7 Para una revisión exhaustiva de esta literatura, véase Carro, Galán, Martorell y Vegas (2025).

que dichas medidas son complementarias con los requerimientos de capital bancario y con la política monetaria, y mejoran la resiliencia de los hogares. Finalmente, cierta literatura reciente con uso de modelos basados en agentes muestra que las BBM reducen el endeudamiento, el riesgo crediticio y la probabilidad de impago<sup>8</sup>.

En cuanto a la literatura empírica, su primera rama estudia la relación entre los estándares de concesión de préstamos y el riesgo de incumplimiento, especialmente en los mercados hipotecarios de Estados Unidos y Reino Unido. En líneas generales, encuentran que unas ratios LTV y LSTI (*loan-service-to-income* o ratio entre el servicio del préstamo hipotecario y la renta) elevadas incrementan significativamente el riesgo de incumplimiento y que su efecto no es lineal, sino que aumenta de forma abrupta a partir de determinados umbrales<sup>9</sup>. Además, identifican que la implementación simultánea de BBM que limiten el importe de los préstamos tanto respecto al valor de los inmuebles como respecto a la capacidad de pago de los prestatarios mejora su eficacia<sup>10</sup>. Finalmente, dentro de esta rama de la literatura destaca un estudio específico para España (véase Galán y Lamas, 2025) en el que se muestra que las hipotecas con altos valores de la ratio préstamo sobre precio (*loan-to-price*, LTP) tenían probabilidades de incumplimiento significativamente mayores, lo que sugiere la conveniencia de utilizar el LTP de manera complementaria al LTV para evaluar los riesgos vinculados a las hipotecas.

Una segunda rama de la literatura empírica analiza si los límites a las BBM, a través de su impacto sobre agregados macroeconómicos y financieros, han sido efectivos para contener vulnerabilidades para la estabilidad financiera. Estos estudios muestran que los límites a las ratios LTV y DSTI son eficaces a la hora de reducir el crecimiento excesivo del crédito a hogares durante fases expansivas del ciclo financiero, mientras que la situación de activación de estos límites en períodos de crisis no tiene efectos significativos porque durante ellos son los propios bancos los que tienden a endurecer los criterios de concesión hasta niveles superiores a los límites regulatorios<sup>11</sup>.

Finalmente, una tercera rama de la literatura empírica sobre el impacto de las BBM utiliza datos granulares en términos de préstamo o prestatario, lo que permite identificar mecanismos de transmisión y efectos heterogéneos según el ciclo económico o el marco institucional. Así, Peydró, Rodríguez-Tous, Tripathy y Uluc (2024) muestran que, en Reino Unido, la introducción de un límite sobre la ratio LTI redujo tanto el crédito como las tasas de impago de los prestatarios de rentas más bajas y moderó el crecimiento de los precios de la vivienda en las zonas donde las entidades concedían los préstamos más arriesgados. Por su parte, en los Países Bajos, Bekkum, Gabarro, Irani y Peydró (2024) encuentran que la introducción de límites al LTV redujo el endeudamiento hipotecario, los precios de la vivienda y las tasas de impago, especialmente en los prestatarios de rentas bajas.

En conclusión, la literatura revisada evidencia que las BBM son herramientas eficaces que reducen la probabilidad de impago, moderan el crecimiento del crédito en las fases expansivas

---

8 Herrera (2025); Ingholt (2022); Chen, Finocchiaro, Lindé y Walentin (2023), y Alpanda y Zubairy (2017).

9 May y Tudela (2005); Ambrose, Capone y Deng (2001), y Deng, Quigley y Order (2000).

10 Hejlová, Holub y Plašil (2021), y Haughwout, Peach y Tracy (2008).

11 Claessens, Ghosh y Mihet (2013), y Lim et al. (2011).

y, en líneas generales, fortalecen la resiliencia del sistema financiero, aunque con efectos distintos según el ciclo y las condiciones financieras, y heterogéneos entre prestatarios en función de su renta y otras características socioeconómicas. Además, la literatura sugiere que la aplicación flexible y simultánea de distintas BBM mejora su efectividad y reduce las consecuencias no intencionadas de las medidas.

### 3 Detalles de la eliminación de la deducción por vivienda en 2011, estrategia de identificación y bases de datos empleadas

#### 3.1 El cambio en la deducción por vivienda de 2011

La deducción por inversión en vivienda habitual en España ha sido uno de los beneficios fiscales más relevantes para los contribuyentes durante décadas. Hasta 2010, en líneas generales, el marco permitía una deducción en la cuota tributaria exigida del 15 % de las cantidades invertidas (principal, intereses, seguros obligatorios, etc.)<sup>12</sup> en la adquisición o rehabilitación de la vivienda habitual, con una base máxima de esta deducción ligeramente superior a los 9.000 euros anuales, sin límites de renta. Con ello, el ahorro impositivo máximo por hipotecado podía llegar a los 1.356 euros por año. La Ley 39/2010, de Presupuestos Generales del Estado para 2011, introdujo un giro de gran calado al limitar la deducción en función de la renta del contribuyente, con la eliminación total para rentas superiores a los 24.107 euros<sup>13</sup>.

El nuevo marco de 2011 tuvo también un componente territorial claro: la limitación por renta se aplicó al territorio común, sin afectar directamente a los territorios forales del País Vasco y Navarra, que cuentan con potestad normativa propia en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF). Así que, en la práctica, el mapa fiscal de 2011 se dividió entre un territorio común con la nueva restricción por renta y unos territorios forales con su propio marco continuista.

Por todo ello, el 1 de enero de 2011 se rompió con la universalidad de la deducción por vivienda habitual al introducir un criterio de renta que, de hecho, eliminó la deducción para rentas superiores a los 24.000 euros en el territorio común. Pero este cambio fue temporal, ya que tras las elecciones generales del 20 de noviembre de 2011 se produjo un cambio de gobierno que volvió a recuperar la deducción a su estado original, sin umbrales de renta. Así, el **Real Decreto-ley 20/2011**, de 30 de diciembre, restableció las deducciones previas a la Ley 39/2010 con carácter retroactivo, lo que permitió a los contribuyentes beneficiarse fiscalmente de la medida desde ese mismo año 2011.

12 En el caso de pago al contado también había derecho a la deducción, dado que se aplicaba por las cantidades invertidas en la adquisición, sin exigirse que existiera financiación externa.

13 La norma estableció que para los nuevos deudores que tuvieran una base imponible igual o inferior a 17.700 euros se mantuviera la deducción vigente, mientras que para bases entre 17.700 euros y 24.107 euros la base máxima se reducía linealmente, desapareciendo a partir del umbral de 24.107 euros. La reforma de 2011 incorporó, en paralelo, un régimen transitorio que salvaguardaba a quienes ya habían iniciado su inversión antes del 31 de diciembre de 2010.

La medida, por tanto, reducía la renta esperada disponible actual de las familias que adquirirían o reformaban su vivienda habitual. Así, *a priori*, es razonable esperar que la medida hubiera originado un efecto renta negativo que hubiese tenido, a corto plazo, un impacto directo también negativo sobre el tamaño del nuevo préstamo hipotecario, lo que, a su vez, habría impactado directamente sobre la ratio entre el importe del préstamo y la renta del prestatario (*loan-to-income*, LTI) y la ratio entre el importe del préstamo y el valor del inmueble (*loan-to-value*, LTV)<sup>14</sup>.

Además, y dada la restauración retroactiva e inesperada de la deducción, los préstamos hipotecarios afectados habrían visto reducirse su riesgo financiero sin que la renta esperada futura del hogar previa a la medida se hubiese visto finalmente comprometida. Esto permite asumir que los riesgos futuros de las operaciones afectadas se verían únicamente reducidos, *ceteris paribus*, por el menor valor en sus indicadores LTV o LTI, lo que hace posible considerar este evento como un experimento natural para evaluar el efecto causal de los cambios exógenos en las ratios financieras sobre la probabilidad de impago futuro del préstamo.

En este análisis no asumimos *a priori* que los hogares estén financieramente restringidos. En su lugar, utilizamos la magnitud estimada de la respuesta del importe del préstamo ante un cambio exógeno en la renta como evidencia indicativa de la presencia de este tipo de restricciones. Así, en un entorno sin restricciones financieras, cabría esperar que un *shock* transitorio de renta tuviera un efecto limitado sobre el endeudamiento en origen, al no alterar de forma sustancial la renta permanente del hogar. Este no sería el caso si existieran restricciones financieras. Para los hogares financieramente restringidos, el nivel de endeudamiento está acotado por un determinado porcentaje de su renta, por lo que cabe esperar que las variaciones en su deuda sean aproximadamente proporcionales a las variaciones en su renta. Si la variación estimada de la deuda tras la eliminación de la deducción fuera igual o superior a la variación observada en la renta, los efectos encontrados serían coherentes con la existencia de restricciones financieras. En caso contrario, una respuesta más atenuada del endeudamiento sería indicativa de que una parte significativa de los hogares no se encuentran sujetos a este tipo de restricciones.

En el epígrafe 4.1 mostramos que los resultados encontrados son compatibles con que el hogar representativo esté financieramente restringido. Además, esta interpretación se refuerza al analizar la heterogeneidad entre hogares con la existencia de restricciones. En este sentido, observamos que para un segmento de la población con menor probabilidad de estar sujeto a restricciones financieras, el *shock* fiscal no genera efectos significativos sobre el importe del préstamo. Este resultado estaría en consonancia con la hipótesis de que la respuesta agregada observada está impulsada principalmente por los hogares financieramente restringidos.

### 3.2 Bases de datos

En este estudio empleamos la Central de Información de Riesgos del Banco de España, una base de datos confidencial en cuanto a los préstamos que recoge, con periodicidad mensual,

---

14 Bajo el supuesto de que el valor de las viviendas no se vio afectado a corto plazo por la eliminación de la deducción.

el *stock* de créditos concedidos en España por cualquier entidad bancaria operativa en el país desde 1984, sujeto a un umbral de declaración muy bajo (6.000 euros) que se ha ido reduciendo adicionalmente con el tiempo. Para los fines del análisis nos centramos en los préstamos otorgados a los hogares y, en particular, en todas las hipotecas sobre vivienda habitual originadas entre el 1 de julio de 2010 y el 30 de junio de 2011, lo que configura una ventana temporal simétrica en torno al *shock* objeto de estudio.

La base de datos proporciona información detallada sobre los prestatarios, las condiciones de los préstamos y la entidad financiera que los concede. En relación con los prestatarios, la base permite identificar si se trata de una persona física sin actividad empresarial o de un empresario individual (autónomo). Para las primeras, se dispone de su situación laboral (trabajador por cuenta ajena, pensionista, rentista, estudiante, desempleado, entre otras categorías), mientras que para los autónomos se registra el sector económico al que pertenecen —clasificado según la Clasificación Nacional de Actividades Económicas a tres dígitos—. Asimismo, se incluye el código postal de residencia, la condición de persona extranjera, el sexo y la edad del prestatario.

La edad del prestatario nos permite asignar a cada hogar hipotecado un cabeza de familia, definido como el miembro de mayor edad. Esta clasificación facilita asociar a cada hipoteca las características sociodemográficas del hogar correspondiente. Así, por ejemplo, a partir de su código postal de residencia imputamos a la hipoteca un nivel de renta, utilizando como referencia la renta media de los hogares en dicha localización, proporcionada por el Instituto Nacional de Estadística. Posteriormente este dato lo emplearemos como denominador del LTI.

En lo que respecta a la información relativa a la operación, la CIRBE recoge la finalidad del préstamo (lo que nos permite identificar las hipotecas destinadas a la adquisición de vivienda habitual) y, en el momento de la concesión, su importe concedido en euros, el plazo en meses, el tipo de interés (fijo o variable) y su nivel en porcentaje, así como el valor de tasación del inmueble en euros, a partir del cual es posible calcular la ratio LTV. De forma adicional, la base de datos documenta la situación de la operación en términos de morosidad, con lo que clasificamos un préstamo como moroso si, en cualquier momento de su vida hasta 2025, presenta impagos superiores a 90 días.

## 4 Estrategia de identificación y resultados

### 4.1 Efectos en las operaciones

Nuestro análisis principal examina el impacto del *shock* fiscal de 2011 sobre las características de las nuevas hipotecas originadas para la adquisición de la vivienda habitual. En particular, evaluamos si la eliminación temporal de la deducción por vivienda habitual para los contribuyentes de rentas altas en el territorio común (que redujo su capacidad efectiva de endeudamiento de manera análoga a una política de medidas macroprudenciales basadas en el prestatario) se trasladó a distintas dimensiones de la operación hipotecaria, tales como el importe concedido, la ratio entre el importe del préstamo y el valor del inmueble (*loan-to-value*, LTV), la ratio entre el importe del préstamo y la renta del prestatario (*loan-to-income*, LTI), el

tipo de interés aplicado, el valor de tasación o la probabilidad futura de impago. La validez de los resultados se contrasta mediante un conjunto amplio de ejercicios de robustez que incluyen, entre otros, la aplicación de técnicas de emparejamiento dirigidas a mejorar la comparabilidad entre los grupos tratado y de control. Adicionalmente, analizamos el efecto agregado sobre el volumen total del crédito hipotecario concedido y evaluamos la existencia de posibles efectos indirectos en los préstamos al consumo.

Las particularidades institucionales de España proporcionan un marco idóneo para la identificación causal, ya que los territorios forales cuentan con plena autonomía fiscal y no se vieron afectados por la eliminación temporal de la deducción. Además, como la eliminación de la deducción afectó exclusivamente a los contribuyentes con niveles de renta más elevados y dado que los territorios forales se caracterizan por concentrar los hogares de mayor renta de España, definimos el grupo de tratamiento como aquellos hogares localizados en zonas del territorio común cuya renta media se sitúa por encima de la mediana de dicho territorio (unos 30.000 euros)<sup>15</sup>.

Esta delimitación permite, por un lado, aislar de manera precisa el efecto de la supresión de la deducción sobre los segmentos de renta alta, que son precisamente los contribuyentes afectados de forma directa por la reforma. Por otro lado, como se ha comentado, mejora la comparabilidad entre las hipotecas tratadas y no tratadas, al asegurar que los hogares del territorio común considerados presentan niveles de renta más similares a los observados en los territorios forales. En consecuencia, el grupo de control está constituido por hogares residentes en los territorios forales, donde la deducción permaneció vigente y sin modificaciones. Esta estrategia de selección permite identificar con mayor precisión el impacto del *shock* fiscal sobre los segmentos directamente expuestos a la reforma.

La estimación principal adopta un enfoque de diferencias en diferencias (DiD), comparando las operaciones de antes y después de la entrada en vigor de la reforma entre las hipotecas concedidas afectadas y de control.

Formalmente, definimos la variable de tratamiento como la interacción entre la variable dicotómica Tratada, que toma el valor 1 para las nuevas hipotecas originadas en localidades del territorio común clasificadas en el grupo de renta alta (y 0 en caso contrario), y la variable binaria Post, que toma el valor 1 para las hipotecas constituidas en 2011 (y 0 en caso contrario). El coeficiente asociado a la interacción Tratada × Post identifica el efecto medio del *shock* fiscal, en una ventana temporal reducida alrededor del cambio normativo, sobre distintas características de las hipotecas en las zonas afectadas frente a aquellas bajo régimen foral. Las ecuaciones estimadas adoptan la siguiente forma:

$$\text{Características de la Hipoteca}_{hbt} = \beta \text{Tratada}_{hbt} \times \text{Post}_t + \theta_{ht} + \eta_{bt} + \varepsilon_{hbt} \quad [1]$$

donde el subíndice h denota la nueva hipoteca concedida, b identifica a la entidad bancaria que concede la hipoteca y t recorre los meses comprendidos entre julio de 2010 y junio de

15 El resto de las hipotecas del territorio común no se consideran para este análisis. En las pruebas de robustez recuperamos parte de ellas y observamos que las estimaciones que las incluyen no muestran diferencias relevantes.

2011. La variable dependiente, Características de la Hipoteca, recoge distintas dimensiones de la operación hipotecaria, incluyendo el importe concedido, el LTV, el LTI, el tipo de interés, el valor de tasación y la probabilidad de impago a lo largo de la vida de la operación<sup>16</sup>.

Para asegurar la comparabilidad condicional entre los grupos tratado y de control, incorporamos un conjunto exhaustivo de controles que capturan tanto los factores de demanda como los de oferta. En particular,  $\eta_{bt}$  recoge factores de oferta variables en el tiempo asociados a la entidad bancaria (efectos fijos banco-tiempo)<sup>17</sup>. Por su parte,  $\theta_{ht}$  incluye un conjunto de controles que aproximan la riqueza y las características del hogar que opta a la nueva hipoteca mediante efectos fijos asociados al código postal, al sector de actividad del prestatario cabeza de familia y a su condición de extranjero, así como otros factores composicionales capturados mediante las interacciones de las variables de extranjero, mujer y empresario antes y después del *shock*. Asimismo, añadimos un efecto fijo específico para las hipotecas a tipo fijo variante en el tiempo, lo que permite asegurar la comparabilidad en la dimensión del tipo de interés entre préstamos con distinta estructura contractual. El componente idiosincrásico no explicado por el resto de los factores viene designado por  $\varepsilon_{hbt}$ . Los errores estándar de las estimaciones se estiman bajo el supuesto de *clusters* según código postal, banco e hipoteca.

En este tipo de análisis resulta fundamental garantizar que las hipotecas del grupo de control sean lo más comparables posible a las del grupo de tratamiento, con el fin de obtener inferencias causales válidas. Un contraste preliminar de medias permite anticipar el grado de similitud entre ambos grupos. Adicionalmente, con el fin de reforzar la comparabilidad entre los grupos tratado y de control, llevamos a cabo un procedimiento de emparejamiento previo. Los pesos derivados de este emparejamiento se incorporan posteriormente en las estimaciones, con el objetivo de reponderar la muestra y asegurar una mayor similitud en la distribución de las covariables observadas entre ambos grupos.

En un modelo de DiD es necesario que se cumpla también el supuesto de tendencias paralelas, según el cual el grupo de tratamiento habría seguido una evolución similar a la del grupo de control en ausencia de *shock*. Evaluamos esta condición en estimaciones complementarias presentadas en el anejo 2, en las que se permite que la variable Tratada varíe en el tiempo.

El cuadro 1 presenta un test de medias que compara características de las hipotecas tratadas y no tratadas<sup>18</sup>. Lo que observamos es que ambas presentan un elevado grado de comparabilidad en la mayoría de las características observadas (estadístico de diferencias normalizadas

---

16 Se consideran únicamente las hipotecas vivas en 2018, ya que antes de esa fecha la Central de Información de Riesgos del Banco de España no declaraba todas las características de la operación en origen. Aun así, seguimos disponiendo de más del 80 % de las operaciones nuevas concedidas (tanto en número como en importe). No obstante, esta restricción muestral puede dar lugar a un potencial sesgo de supervivencia si las hipotecas con menor apalancamiento inicial presentan una mayor probabilidad de permanecer activas en el tiempo.

17 Dado que el *shock* analizado opera fundamentalmente sobre la demanda de crédito de los hogares, controlamos la oferta mediante efectos fijos banco-tiempo.

18 Los test de medias que presentamos se calculan sobre la muestra completa; en cualquier caso, los resultados son idénticos cuando se restringe la comparativa a la muestra anterior al tratamiento.

Cuadro 1

**Comparativa entre las hipotecas tratadas y no tratadas (a) (b)**

	Muestra base				
	Tratada = 0		Tratada = 1		Diferencias normalizadas
	(1) Media	(2) Desviación típica	(3) Media	(4) Desviación típica	(5) Test
Importe (miles de euros)	163,18	(87,84)	163,96	(97,97)	0,01
LTV (%)	62,70	(38,37)	79,70	(32,85)	0,34
LTI	4,79	(2,44)	4,45	(2,45)	-0,10
Tipo de interés (pp)	0,89	(0,63)	0,89	(0,68)	0,00
Impago futuro (0/1)	0,02	(0,13)	0,02	(0,13)	0,01
Log(Renta)	10,43	(0,17)	10,50	(0,19)	0,29
Plazo (años)	29,75	(7,87)	28,92	(7,72)	-0,08
Valor de tasación (miles de euros)	203,08	(93,03)	195,33	(95,20)	-0,06
Extranjero (0/1)	0,01	(0,08)	0,02	(0,12)	0,07
Empresario (0/1)	0,01	(0,11)	0,02	(0,13)	0,04
Mujer (0/1)	0,34	(0,47)	0,39	(0,49)	0,08
Número de observaciones	6.510		44.795		

FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

- a El cuadro muestra la media (columnas 1 y 3) y la desviación típica (columnas 2 y 4) de un conjunto de variables agrupadas según si se consideran tratadas (hipotecas constituidas en los códigos postales del territorio común de renta alta) o no tratadas (territorios forales) para el análisis.
- b La columna de diferencias normalizadas muestra un estadístico para evaluar un test de medias propuesto por Imbens y Wooldridge (2009), para el que Imbens y Rubin (2015) sugieren un umbral heurístico de 0,25 en valor absoluto. El estadístico de diferencias normalizadas contrasta la hipótesis nula de ausencia de diferencias en las medias entre el grupo tratado y el de control, mediante un estimador independiente de la escala y del tamaño muestral. Valores superiores a dicho umbral indicarían diferencias sistemáticas.

menor que 0,25 en valor absoluto)<sup>19</sup>. El importe medio del préstamo es prácticamente idéntico en ambos grupos (en torno a 163.000 euros), al igual que el tipo de interés aplicado (0,89 %), el plazo contractual (aproximadamente 29 años) y la probabilidad futura de impago (en torno al 2 %). El resto de las covariables también exhiben diferencias muy reducidas.

No obstante, se observan dos diferencias relevantes. En primer lugar, el nivel de renta imputado es superior en las zonas tratadas (aproximadamente 37.000 euros frente a 35.000 euros en las no tratadas)<sup>20</sup>, un patrón coherente con el criterio de construcción del grupo tratado, basado en áreas de renta alta del territorio común. Pese a ello, la selección realizada mejora la comparabilidad entre los grupos, puesto que la renta media del conjunto del territorio común con renta superior a 24.000 euros asciende a unos 30.000 euros, una cifra mucho más alejada de la observada en los territorios forales que la que presenta nuestra muestra depurada.

19 El estadístico de diferencias normalizadas, que contrasta la hipótesis nula de ausencia de diferencias en las medias entre el grupo tratado y el de control mediante un estimador independiente de la escala y del tamaño muestral, fue propuesto por Imbens y Wooldridge (2009). Posteriormente, Imbens y Rubin (2015) sugirieron un umbral heurístico de 0,25 en valor absoluto. Valores superiores a dicho umbral estarían indicando diferencias sistemáticas.

20 Valores medios calculados sobre el nivel de renta, que no coinciden con la exponencial de los valores medios de la renta en logaritmos, mostrados en los cuadros descriptivos.

Cuadro 2

**Impacto de la eliminación de la deducción por vivienda sobre las características de la hipoteca (a)**

Variable dependiente	(1) Importe	(2) Valor	(3) LTV	(4) LTI	(5) Tipo de interés	(6) Impago
Tratada × Post	-0,060*** (0,016)	0,006 (0,015)	-3,252** (1,141)	-0,244*** (0,077)	-0,001 (0,024)	-0,008* (0,004)
Efectos Fijos Banco × Tiempo	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos Fijos C. Postal × Hogar	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Otros controles hogar e hipoteca	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	51.305	51.305	51.305	51.305	51.305	51.305
Pseudo R2/R2	0,262	0,310	0,497	0,229	0,440	0,197

FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

a El cuadro muestra los resultados de la estimación, a nivel de hipoteca-banco-tiempo, de un modelo de regresión Poisson (columnas 1 y 2) o lineal (columnas 3, 4, 5 y 6) del impacto de la eliminación de la deducción por vivienda habitual en el territorio común entre julio de 2010 y junio de 2011. «Tratada» es una variable binaria que toma el valor 1 para las nuevas hipotecas originadas en localidades del territorio común clasificadas en el grupo de renta alta (por encima de su mediana) y 0 en caso contrario. «Post» es una variable binaria que toma el valor 1 para las hipotecas constituidas en 2011 (año de introducción del cambio fiscal) y 0 en caso contrario. El «Importe» de la hipoteca se mide en miles de euros; «Valor» se refiere al valor de tasación del inmueble en miles de euros; «LTV» es la ratio préstamo-valor; «LTI» es la ratio préstamo-ingreso (asignado por su código postal); «Tipo de interés» es el tipo de la hipoteca en porcentaje, e «Impago» es una variable binaria que toma el valor 1 si la hipoteca entra en mora en algún momento de su vida (hasta 2025) y 0 en caso contrario. Los controles empleados se explican en el epígrafe 4. Los errores estándar están clusterizados por código postal, banco e hipoteca. \* p-valor < 0,10; \*\* p-valor < 0,05; \*\*\* p-valor < 0,01.

En segundo lugar, la ratio LTV es sustancialmente mayor en el grupo tratado (80 % frente a 63 %), lo que indica que los hogares de renta alta del territorio común accedían a niveles de apalancamiento sensiblemente superiores, posiblemente derivados en buena parte por la diferencia de rentas.

Estas diferencias apuntan a la necesidad de controlar cuidadosamente según los factores de demanda y composición, como hemos hecho en el análisis empírico. Además, en los ejercicios de robustez aplicamos un procedimiento de emparejamiento basado en el nivel de renta. Los resultados muestran que, una vez realizado dicho emparejamiento, las diferencias observadas se eliminan prácticamente por completo y los resultados principales del análisis permanecen inalterados.

El cuadro 2 recoge los resultados de la estimación de la ecuación [1]. Conviene señalar que, cuando la variable dependiente es una variable en términos monetarios, empleamos un modelo de pseudomáxima verosimilitud de Poisson, mientras que para el resto de las variables dependientes utilizamos estimaciones por mínimos cuadrados ordinarios (OLS)<sup>21</sup>.

Los coeficientes estimados muestran que, en las zonas afectadas, en comparación con los territorios forales, la eliminación de la deducción se tradujo en una reducción del 6 % en el importe medio de las nuevas hipotecas concedidas, mientras que el valor de tasación de la vivienda no experimentó cambios significativos. Como consecuencia, el LTV disminuyó en 3,3 puntos porcentuales (pp) y el LTI se redujo en 24 puntos básicos (pb).

21 Como demuestran Santos Silva y Tenreyro (2006) y Cohn, Liu y Wardlaw (2022), el modelo OLS está potencialmente sesgado cuando se emplean logaritmos de importes como variables dependientes, lo que no ocurre empleando un modelo Poisson.

El tipo de interés no mostró variaciones estadísticamente significativas. Por último, la probabilidad futura de impago se redujo en aproximadamente 0,8 pp.

Como se ha discutido en secciones previas, la reducción observada en la probabilidad futura de impago se explicaría por la disminución del apalancamiento inicial y no por los cambios permanentes en la renta esperada de los hogares. El *shock* fiscal actuó de forma transitoria sobre la capacidad de endeudamiento en el momento de la concesión, reduciendo los ratios LTV y LTI. La deducción fue restituida ese mismo año con carácter retroactivo, de modo que las rentas futuras esperadas apenas se vieron alteradas. En consecuencia, la mejora en los indicadores de solvencia responde únicamente a una menor carga financiera en origen, lo que reduce el riesgo de impago *ex post*.

Con el objetivo de reducir las diferencias observadas entre los grupos tratado y de control (que son documentadas en el cuadro 1), aplicamos una técnica de emparejamiento basada en el nivel de renta, que es la principal variable responsable de las discrepancias detectadas. Mediante este emparejamiento se derivan unas ponderaciones que se incorporan en el modelo de DiD.

En nuestro contexto empírico, el tamaño del grupo de control es sustancialmente menor que el del grupo tratado, lo que hace que la aplicación de técnicas de emparejamiento convencionales implique descartar una parte significativa de la muestra, con la consiguiente pérdida de eficiencia estadística y de representatividad. Para evitar estos inconvenientes adoptamos dos enfoques. Por un lado, empleamos el procedimiento de emparejamiento de reponderación por entropía (*entropy balancing*, EB), que establece unas ponderaciones a las observaciones para imponer igualdad de medias en ciertas características observables determinadas (en nuestro caso particular, para la renta) sin reducir la muestra. Por otro lado, seguimos un enfoque de ponderación mediante la inversa de la probabilidad de tratamiento (*inverse probability weighting*, IPW), que permite reponderar las observaciones del grupo de control para que la media de las covariables empleadas (en particular, la renta) sea similar a la del grupo tratado, sin eliminar observaciones. De este modo, tanto EB como IPW preservan la información disponible y mejoran el equilibrio muestral entre los dos grupos en contextos de tamaños muy desiguales [véanse Hainmueller (2012) y Hirano, Imbens y Ridder (2003)].

El cuadro 3 replica el test de medias presentado en el cuadro 1, incorporando los pesos obtenidos a partir del procedimiento EB. Los resultados muestran que, tras la reponderación, las diferencias entre los grupos tratado y de control se reducen de forma significativa y dejan de ser estadísticamente relevantes para todas las características consideradas, lo que confirma que el procedimiento logra un elevado grado de convergencia en la composición de ambos grupos y refuerza la validez del análisis causal posterior.

Por su parte, el cuadro 4 presenta los resultados de la estimación de la ecuación [1] empleando la metodología EB. Los resultados confirman la robustez de las estimaciones principales, ya que las mismas características hipotecarias que resultaban significativas en la estimación base (véase cuadro 2) mantienen su significatividad estadística y presentan magnitudes muy similares. En concreto, el importe de las nuevas hipotecas concedidas en las zonas afectadas

Cuadro 3

**Comparativa entre las hipotecas tratadas y no tratadas tras el emparejamiento EB (a) (b)**

	Muestra emparejada EB				
	Tratada = 0		Tratada = 1		Diferencias normalizadas
	(1) Media	(2) Desviación típica	(3) Media	(4) Desviación típica	(5) Test
Importe (miles de euros)	172,07	(96,90)	163,96	(97,97)	-0,06
LTV (%)	82,26	(29,88)	85,90	(29,66)	0,09
LTI	4,70	(2,44)	4,45	(2,45)	-0,07
Tipo de interés (pp)	0,87	(0,62)	0,89	(0,68)	0,02
Impago futuro (0/1)	0,01	(0,12)	0,02	(0,13)	0,02
Log(Renta)	10,50	(0,22)	10,50	(0,19)	0,02
Plazo (años)	29,64	(7,90)	28,92	(7,72)	-0,07
Valor de tasación (miles de euros)	213,09	(97,57)	195,33	(95,20)	-0,13
Extranjero (0/1)	0,01	(0,07)	0,02	(0,12)	0,07
Empresario (0/1)	0,01	(0,11)	0,02	(0,13)	0,04
Mujer (0/1)	0,34	(0,47)	0,39	(0,49)	0,08
Número de observaciones	6.510		44.795		

FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

- a El cuadro muestra la media (columnas 1 y 3) y la desviación típica (columnas 2 y 4) de un conjunto de variables agrupadas según si se consideran tratadas (hipotecas constituidas en los códigos postales del territorio común de renta alta) o no tratadas (territorios forales) para el análisis de emparejamiento. El emparejamiento se hace según la renta y las ponderaciones resultan de un enfoque EB.
- b La columna de diferencias normalizadas muestra un estadístico para evaluar un test de medias propuesto por Imbens y Wooldridge (2009), para el que Imbens y Rubin (2015) sugieren un umbral heurístico de 0,25 en valor absoluto. El estadístico de diferencias normalizadas contrasta la hipótesis nula de ausencia de diferencias en las medias entre el grupo tratado y el de control, mediante un estimador independiente de la escala y del tamaño muestral. Valores superiores a dicho umbral indicarían diferencias sistemáticas.

Cuadro 4

**Impacto de la eliminación de la deducción por vivienda sobre las características de la hipoteca. Muestra emparejada por EB (a)**

Variable dependiente	(1) Importe	(2) Valor	(3) LTV	(4) LTI	(5) Tipo de interés	(6) Impago
Tratada x Post	-0,061*** (0,018)	-0,004 (0,016)	-2,377** (1,169)	-0,252*** (0,077)	0,001 (0,031)	-0,009** (0,004)
Efectos Fijos Banco x Tiempo	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos Fijos C. Postal x Hogar	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Otros controles hogar e hipoteca	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	51.305	51.305	51.305	51.305	51.305	51.305
Pseudo R2/R2	0,297	0,347	0,613	0,256	0,460	0,231

FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

- a El cuadro muestra los resultados de la estimación ponderada (tras un emparejamiento EB), a nivel de hipoteca-banco-tiempo, de un modelo de regresión Poisson (columnas 1 y 2) o lineal (columnas 3, 4, 5 y 6) del impacto de la eliminación de la deducción por vivienda habitual en el territorio común entre julio de 2010 y junio de 2011. «Tratada» es una variable binaria que toma el valor 1 para las nuevas hipotecas originadas en localidades del territorio común clasificadas en el grupo de renta alta (por encima de su mediana) y 0 en caso contrario. «Post» es una variable binaria que toma el valor 1 para las hipotecas constituidas en 2011 (año de introducción del cambio fiscal) y 0 en caso contrario. El «Importe» de la hipoteca se mide en miles de euros; «Valor» se refiere al valor de tasación del inmueble en miles de euros; «LTV» es la ratio préstamo-valor; «LTI» es la ratio préstamo-ingreso (asignado por su código postal); «Tipo de interés» es el tipo de la hipoteca en porcentaje, e «Impago» es una variable binaria que toma el valor 1 si la hipoteca entra en mora en algún momento de su vida (hasta 2025) y 0 en caso contrario. Los controles empleados se explican en el epígrafe 4. Los errores estándar están clusterizados a nivel de código postal, banco e hipoteca. \* p-valor < 0,10; \*\* p-valor < 0,05; \*\*\* p-valor < 0,01.

se reduce en un 6,1 % en comparación con las de los territorios forales, el LTV disminuye en 2,4 pp, el LTI se reduce en 25 pb y la probabilidad futura de impago mejora en 0,9 pp.

En el anejo 2 (véanse cuadros A2.1 y A2.2) mostramos los resultados del emparejamiento de reponderación mediante la inversa de la probabilidad de tratamiento (*inverse probability weighting*, IPW). Las estimaciones mantienen el signo y la magnitud de las obtenidas por EB y para la muestra sin ponderar. En definitiva, la similitud de los resultados obtenidos con y sin emparejamiento respalda la validez de la estrategia empírica y proporciona evidencia adicional de que los efectos estimados no están condicionados por los desequilibrios observables entre los grupos, sino que reflejan el impacto del *shock* fiscal analizado.

Finalmente, en el cuadro A2.3 del anejo 2 presentamos la estimación de la ecuación [1], empleando el emparejamiento EB, permitiendo que la variable Tratada varíe en el tiempo, a frecuencia bimensual, con el objetivo de evaluar el cumplimiento del supuesto de tendencias paralelas. En términos generales, los resultados muestran que en el período previo al *shock* fiscal no se observan diferencias significativas en la evolución de las variables de interés entre los grupos tratado y de control, validando el supuesto de que el grupo de control constituye un contrafactual adecuado del grupo tratado<sup>22</sup>.

#### 4.1.1 Pruebas de robustez

Hasta este punto, con el fin de reforzar la identificación del impacto del *shock* fiscal, hemos considerado como tratadas únicamente las hipotecas concedidas en los códigos postales de territorios bajo el régimen común con una renta alta (por encima de su mediana). Esta estrategia busca minimizar el problema de clasificación errónea del tratamiento, dado que no disponemos de información individual sobre la renta exacta del hogar (ni, en particular, sobre la base imponible a la que aplica la reforma fiscal), lo que impide identificar de manera exacta qué hipotecas se vieron efectivamente afectadas. Al restringir el grupo tratado a zonas de renta alta, se reduce la probabilidad de incluir hipotecas clasificadas como tratadas que, en realidad, no lo estuvieran.

Para evaluar si esta restricción afecta a los resultados obtenidos hasta el momento, incorporamos como ejercicio de robustez una definición alternativa del tratamiento que incluye todas las hipotecas concedidas en el territorio común correspondientes a los hogares con una renta imputada superior a 24.000 euros. Los resultados, presentados en el cuadro 5, son coherentes con los hallazgos principales, a pesar de que esta asignación al tratamiento esté potencialmente sujeta a un mayor error de clasificación, y pese a que las diferencias en términos de renta con el grupo de control son mayores.

En particular, las estimaciones muestran que, tras el *shock* fiscal, el importe de las nuevas hipotecas concedidas en el territorio común se reduce en un 5,4 % en comparación con las formalizadas en el País Vasco o Navarra. Asimismo, el LTV disminuye en 3,2 pp y el LTI se

---

22 Los resultados son similares tanto al aplicar el emparejamiento IPW como al no aplicar ningún procedimiento de emparejamiento. No obstante, en ausencia de emparejamiento se observa cierta evidencia de tendencias previas en el valor de tasación.

Cuadro 5

**Impacto de la eliminación de la deducción por vivienda sobre las características de la hipoteca. Grupo tratado con rentas superiores a los 24.000 euros (a)**

Variable dependiente	(1) Importe	(2) Valor	(3) LTV	(4) LTI	(5) Tipo de interés	(6) Impago
Tratada × Post	-0,054*** (0,015)	0,005 (0,020)	-3,235*** (1,205)	-0,217*** (0,073)	0,009 (0,021)	-0,005 (0,004)
Efectos Fijos Banco × Tiempo	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos Fijos C. Postal × Hogar	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Otros controles hogar e hipoteca	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	96.046	96.046	96.046	96.046	96.046	96.046
Pseudo R2/R2	0,271	0,330	0,492	0,227	0,431	0,191

FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

a El cuadro muestra los resultados de la estimación ponderada (tras un emparejamiento EB), a nivel de hipoteca-banco-tiempo, de un modelo de regresión Poisson (columnas 1 y 2) o lineal (columnas 3, 4, 5 y 6) del impacto de la eliminación de la deducción por vivienda habitual en el territorio común entre julio de 2010 y junio de 2011. «Tratada» es una variable binaria que toma el valor 1 para las nuevas hipotecas originadas en localidades del territorio común clasificadas en el grupo de renta alta (por encima de su mediana) y 0 en caso contrario. «Post» es una variable binaria que toma el valor 1 para las hipotecas constituidas en 2011 (año de introducción del cambio fiscal) y 0 en caso contrario. El «Importe» de la hipoteca se mide en miles de euros; «Valor» se refiere al valor de tasación del inmueble en miles de euros; «LTV» es la ratio préstamo-valor; «LTI» es la ratio préstamo-ingreso (asignado por su código postal); «Tipo de interés» es el tipo de la hipoteca en porcentaje, e «Impago» es una variable binaria que toma el valor 1 si la hipoteca entra en mora en algún momento de su vida (hasta 2025) y 0 en caso contrario. Los controles empleados se explican en el epígrafe 4. Los errores estándar están clusterizados a nivel de código postal, banco e hipoteca. \* p-valor < 0,10; \*\* p-valor < 0,05; \*\*\* p-valor < 0,01.

reduce en 22 pb. Por su parte, la probabilidad futura de impago también se reduce en 0,5 pp, aunque este efecto no resulta estadísticamente significativo, al igual que los estimados para el valor de tasación y el tipo de interés.

Por otro lado, como se señaló en la introducción, la eliminación de la deducción por adquisición de vivienda habitual no necesariamente tiene por qué afectar de igual modo a las decisiones de endeudamiento de todos los hogares potencialmente expuestos al cambio fiscal. Incluso entre aquellos situados en el perímetro de aplicación de la medida, la reacción puede diferir en función de la disponibilidad de recursos patrimoniales adicionales (como ahorros financieros, otros inmuebles, terrenos u otros activos), que permiten reducir la dependencia del endeudamiento.

Para ilustrar el orden de magnitud del *shock*, consideramos un hogar representativo con una hipoteca promedio. La eliminación temporal de la deducción por vivienda habitual implica una pérdida máxima de renta neta anual de 1.356 euros (alrededor del 3,5 % de la renta neta anual del grupo considerado, estimada en torno a 38.000 euros<sup>23</sup>). Por su parte, las estimaciones empíricas muestran una reducción cercana al 6 % en el importe de las nuevas hipotecas<sup>24</sup>.

23 Valor medio de los hogares de renta alta en territorio común, grupo que consideramos afectado por la reforma en este ejercicio, como se describe con más detalle en el epígrafe 4.

24 Conviene señalar que, en el momento de la concesión del préstamo, los hogares no anticipaban la reversión retroactiva de la deducción fiscal (medida adoptada tras el cambio de gobierno derivado de las elecciones generales de noviembre de 2011) y, por tanto, tomaron sus decisiones de endeudamiento como si el *shock* fuera permanente. Desde esta perspectiva, la comparación relevante es entre la pérdida esperada de renta permanente y el ajuste observado en el endeudamiento en origen. Si bien en el texto ilustramos el orden de magnitud del *shock* utilizando la pérdida anual máxima de la deducción, una evaluación en términos de valor presente no alteraría cualitativamente la interpretación, en la medida en que tanto la deducción como la renta del hogar escalan de forma similar cuando se consideran como flujos permanentes.

Aunque un flujo anual (renta) y un *stock* (principal de la deuda) no son directamente comparables, ambos resultados pueden reconciliarse si se tiene en cuenta que una reducción del 6 % en el principal se traduce en una caída proporcional de la cuota anual. Para una hipoteca representativa, y bajo valores habituales de la ratio entre el servicio de la deuda y la renta (*debt-service-to-income*, DSTI) en el rango del 35 % al 45 %, esa disminución de la cuota es de un orden de magnitud similar a la pérdida anual de renta asociada a la deducción por vivienda habitual<sup>25</sup>. En conjunto, estos resultados son coherentes con la interpretación del episodio como una restricción efectiva al endeudamiento en origen (véase anejo 1).

Adicionalmente, resulta de interés identificar un subconjunto de hogares potencialmente menos restringidos con el fin de evaluar si la reforma tuvo sobre ellos un impacto diferencial o, en su caso, más limitado.

Esta tarea es compleja debido a la falta de información directa sobre la riqueza de los prestatarios. Para aproximar este concepto implementamos una estrategia indirecta basada en el comportamiento posterior a la concesión del préstamo. En concreto, comparamos, por ejemplo, con fecha de diciembre de 2016, el saldo vivo de las hipotecas analizadas con el saldo simulado que habría resultado en dicha fecha bajo un esquema de amortización francesa estándar desde el inicio de la operación, dado que conocemos el importe inicial, el plazo y el tipo de interés contractual. A partir de esta comparación, clasificamos a los hogares como no restringidos si han realizado una amortización anticipada significativa. Operacionalmente, definimos como no restringidos aquellos préstamos para los cuales el porcentaje amortizado simulado está por encima de la mediana de su distribución<sup>26</sup>. Esta variable supone cerca del 16 % de las hipotecas de la muestra.

Conviene subrayar que esta medida no constituye un indicador directo de riqueza y puede reflejar, además de una mayor holgura financiera, factores como la disponibilidad de liquidez transitoria o preferencias por la reducción de la deuda. En este sentido, el objetivo del ejercicio no es identificar exhaustivamente a todos los hogares no sujetos a restricciones financieras en origen, sino aislar un subconjunto con menor probabilidad de estar restringido y evaluar si, en dicho grupo, los efectos del *shock* fiscal son menores (véase anejo 1).

El cuadro 6 replica el análisis del cuadro 2 diferenciando entre los hogares clasificados como no restringidos y el resto. Los resultados permiten extraer dos conclusiones principales. En primer lugar, los hogares clasificados como no restringidos no muestran cambios significativos en ninguno de sus estándares de crédito tras la reforma fiscal, lo que sugiere que su capacidad de endeudamiento no se vio comprometida por la eliminación de la deducción. En segundo lugar, los efectos estimados para el conjunto restante de los hogares son similares a los observados en la muestra total, lo cual es coherente con el peso mayoritario de este grupo en

---

25 Bajo un esquema de amortización francés, para una hipoteca representativa con tipo de interés del 0,9 %, plazo de 29 años e importe de 163.000 euros, una reducción del 6 % en el principal implica una caída de aproximadamente 385 euros en la cuota anual. Con un límite de esfuerzo del 35 % al 45 % (DSTI), dicha caída es acorde con una reducción de renta neta anual del orden de 855 euros a 1.100 euros, comparable a la deducción anual cercana a los 900 euros que tendría esa hipoteca representativa.

26 Porcentaje amortizado definido como  $\text{Máx}(\text{Deuda Simulada 2016} - \text{Deuda Actual 2016}, 0) / \text{Deuda Inicial} * 100$ . Los resultados se mantienen cualitativamente inalterados para los umbrales de la distribución del porcentaje amortizado entre los percentiles 35 y 65.

Cuadro 6

## Impacto de la eliminación de la deducción por vivienda sobre las características de la hipoteca (a)

Variable dependiente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	Importe	Importe	Valor	Valor	LTV	LTV	LTI	LTI	Tipo de interés	Tipo de interés	Impago	Impago
	No restringido	Resto	No restringido	Resto	No restringido	Resto	No restringido	Resto	No restringido	Resto	No restringido	Resto
Tratada × Post	-0,024 (0,049)	-0,059*** (0,015)	-0,016 (0,033)	0,014 (0,016)	1,123 (2,093)	-3,697*** (1,239)	-0,068 (0,260)	-0,257*** (0,079)	0,033 (0,070)	-0,016 (0,028)	-0,007 (0,007)	-0,010* (0,005)
Efectos Fijos Banco × Tiempo	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos Fijos C. Postal × Hogar	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Otros controles hogar e hipoteca	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	7.208	42.276	7.208	42.276	7.208	42.276	7.208	42.276	7.208	42.276	7.208	42.276
Pseudo R2/R2	0,437	0,268	0,436	0,318	0,622	0,502	0,407	0,244	0,615	0,441	0,292	0,213

FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

a El cuadro muestra los resultados de la estimación a nivel de hipoteca-banco-tiempo, de un modelo de regresión Poisson (columnas 1 y 2) o lineal (columnas 3, 4, 5 y 6) del impacto de la eliminación de la deducción por vivienda habitual en el territorio común entre julio de 2010 y junio de 2011. Se clasifica un hogar como no restringido si realizó amortizaciones anticipadas significativas hasta 2016 (véase epígrafe 4.1.1). «Tratada» es una variable binaria que toma el valor 1 para las nuevas hipotecas originadas en localidades del territorio común clasificadas en el grupo de renta alta (por encima de su mediana) y 0 en caso contrario. «Post» es una variable binaria que toma el valor 1 para las hipotecas constituidas en 2011 (año de introducción del cambio fiscal) y 0 en caso contrario. El «Importe» de la hipoteca se mide en miles de euros; «Valor» se refiere al valor de tasación del inmueble en miles de euros; «LTV» es la ratio préstamo-valor; «LTI» es la ratio préstamo-ingreso (asignado por su código postal); «Tipo de interés» es el tipo de la hipoteca en porcentaje, e «Impago» es una variable binaria que toma el valor 1 si la hipoteca entra en mora en algún momento de su vida (hasta 2025) y 0 en caso contrario. Los controles empleados se explican en el epígrafe 4. Los errores estándar están clusterizados a nivel de código postal, banco e hipoteca. \* p-valor < 0,10; \*\* p-valor < 0,05; \*\*\* p-valor < 0,01.

la población analizada. En conjunto, este patrón de heterogeneidad indica que el impacto del *shock* fiscal se concentra en los hogares financieramente restringidos, reforzando la interpretación del cambio impositivo como una restricción efectiva al endeudamiento en origen, análoga a la introducción de límites macroprudenciales sobre el LTI (véase anejo 1).

#### 4.2 Los efectos del *loan-to-value* o del *loan-to-income* sobre el impago futuro

Con el fin de identificar el efecto del LTV o del LTI, en el momento de la concesión de la hipoteca, sobre su evolución crediticia, resulta relevante considerar que, en ausencia de un *shock* exógeno, ambas ratios son endógenas, pues los deudores con mayor riesgo tienden a elegir niveles más elevados de apalancamiento debido a una menor disponibilidad de fondos propios, lo que genera una correlación positiva con el impago.

En este contexto, el *shock* fiscal analizado proporciona una fuente de variación exógena cuya implementación fue ajena a las decisiones de los hogares y delimitada por reglas legales claras en términos temporales y geográficos, y que afecta a la capacidad de endeudamiento inicial, lo que hace de él un candidato válido como instrumento para identificar el efecto causal del nivel en el LTV y el LTI sobre la probabilidad futura de impago. Formalmente, queremos estimar por variables instrumentales la ecuación:

$$\text{Impago Futuro}_{hb} = \gamma \text{LS}_{hbt} \times \theta_{ht} + \eta_{bt} + \varepsilon_{hbt} \quad [2]$$

Cuadro 7

**Impacto del cambio en el LTV o el LTI sobre la probabilidad de impago futuro de la hipoteca (a)**

Variable dependiente	Impago	
	(1)	(2)
LTV	0,002** (0,001)	
LTI		0,036** (0,017)
Efectos Fijos Banco × Tiempo	Sí	Sí
Efectos Fijos C. Postal × Hogar	Sí	Sí
Otros controles hogar e hipoteca	Sí	Sí
Estadístico F	8,1	10,0
Observaciones	51.305	51.305

FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

a El cuadro muestra los resultados de la estimación por variables instrumentales, a nivel de hipoteca-banco-tiempo, de un modelo de regresión de probabilidad lineal que analiza el impacto sobre la probabilidad de impago futuro del LTV o LTI en origen, instrumentados por la eliminación de la deducción por vivienda habitual en el territorio común, para los meses entre julio de 2010 y junio de 2011. «LTV» es la ratio préstamo-valor; «LTI» es la ratio préstamo-ingreso (asignado por su código postal), e «Impago» es una variable binaria que toma el valor 1 si la hipoteca entra en mora en algún momento de su vida (hasta 2025) y 0 en caso contrario. Los controles empleados se explican en el epígrafe 4. Los errores estándar están clusterizados a nivel de código postal, banco e hipoteca. \* p-valor < 0,10; \*\* p-valor < 0,05; \*\*\* p-valor < 0,01.

donde LS (*lending standard*) designa o bien la ratio LTV o la ratio LTI en el momento de la concesión, que instrumentamos en una primera etapa mediante la ecuación [1]. El resto de los componentes de la ecuación han sido ya definidos en el epígrafe 4.1. Por su parte, la relevancia del instrumento del *shock* fiscal se mide con el estadístico F de la primera etapa, que muestra valores cercanos al umbral heurístico de 10 (8,1 para el LTV y 10,0 para el LTI)<sup>27</sup>.

Los resultados de la estimación mediante variables instrumentales, correspondientes a la segunda etapa, se presentan en el cuadro 7. Las estimaciones asociadas tanto al LTV como al LTI indican que niveles más elevados de apalancamiento inicial incrementan significativamente el riesgo crediticio de la hipoteca. De manera equivalente, reducciones exógenas en estas ratios se traducen en una mejora de la calidad crediticia de los préstamos. En particular, una disminución del LTV de 1 pp (o de 1 pb en el LTI) conlleva una caída de la probabilidad de incumplimiento de aproximadamente el 13 % (2 % en el caso del LTI) respecto a su valor medio. La magnitud del impacto económico estimado de las ratios de apalancamiento sobre la probabilidad de impago debe interpretarse con cautela, habida cuenta de la limitada relevancia del instrumento.

27 Valores de 10 o superiores de este estadístico señalan una relación fuerte entre la variable instrumentada y el instrumento, indicando la relevancia del estadístico como instrumento. Dicho umbral debe interpretarse como una regla orientativa y no como un criterio determinante, especialmente en contextos, como es el de este trabajo, en los que la exogeneidad del instrumento está sólidamente respaldada (Angrist y Pischke, 2009). Aun así, es importante destacar que un estadístico F bajo puede provocar estimaciones imprecisas y elevadas, en valor absoluto, del modelo de variables instrumentales, con intervalos de confianza amplios. En estos casos el impacto cualitativo sería más relevante que el cuantitativo.

### 4.3 Efectos agregados según el código postal y el banco

Con el fin de: i) comprobar la robustez de los resultados obtenidos en términos de la operación individual a un nivel más agregado; ii) analizar la evolución del crédito total, y iii) examinar la posible existencia de efectos indirectos (*spillovers*) sobre el crédito al consumo, llevamos a cabo un análisis complementario basado en los volúmenes de nuevas operaciones según el código postal y la entidad bancaria. Este enfoque resulta relevante, ya que permite captar los posibles ajustes en la oferta y la demanda de crédito que no necesariamente se manifiestan a escala micro, pero sí en decisiones agregadas por parte de las entidades financieras o en la composición del crédito a escala local.

De forma análoga al análisis desagregado, estimamos un modelo de DiD en el que los códigos postales tratados coinciden con los utilizados en el ejercicio en cuanto al préstamo. En este caso, la ecuación estimada es equivalente a la ecuación [1], si bien agregada por código postal-banco-tiempo. De igual modo, incluimos efectos fijos de banco-tiempo y código postal-banco, lo que permite controlar de manera exhaustiva por factores de oferta y por heterogeneidad local persistente. Asimismo, los errores estándar se agrupan en *clusters* a nivel de código postal y banco.

Este planteamiento nos permite evaluar el impacto del *shock* fiscal tanto sobre los importes medios de las nuevas operaciones como sobre el volumen agregado de crédito, incluyendo la posible reasignación hacia los préstamos al consumo tras la introducción del cambio normativo.

El cuadro 8 presenta el impacto agregado de la eliminación temporal de la deducción por vivienda habitual sobre el volumen de nuevas operaciones de crédito, distinguiendo entre las hipotecas para vivienda y los préstamos al consumo. Las columnas (1) y (2) muestran los efectos sobre el importe medio y el importe total de las nuevas hipotecas, respectivamente, mientras que las columnas (4) y (5) recogen los resultados correspondientes al crédito al consumo. Por su parte, las columnas (3) y (6) analizan la evolución del número de hipotecas (margen intensivo), para detectar si hubo efectos anticipación más allá de diciembre de 2010<sup>28</sup>.

Los resultados muestran un impacto negativo y estadísticamente significativo sobre el crédito hipotecario en las zonas tratadas. En concreto, el coeficiente estimado en la columna (1) indica que el importe medio de las nuevas hipotecas se redujo en torno a un 6,7 %, en línea con los efectos observados en el análisis a nivel desagregado. Por su parte, la columna (2) evidencia una caída del 22,8 % en el importe total de las nuevas hipotecas concedidas. La columna (3) ayuda a clarificar el efecto agregado observado al mostrar que este se explica en gran medida por comportamientos de anticipación por parte de los prestatarios y/o por el aumento de la

---

28 Observamos un volumen inusualmente elevado de operaciones durante el mes de diciembre de 2010, atribuible a un comportamiento de anticipación frente a la entrada en vigor de la medida fiscal. Con el fin de evitar que este efecto distorsione los resultados y para reforzar la robustez del análisis, las operaciones correspondientes a dicho mes se excluyen en este ejercicio. Aun así, el efecto estimado sigue afectado por efectos de anticipación anteriores a diciembre, como muestran los resultados en el número de operaciones tras la entrada de la medida fiscal.

Cuadro 8

**Impacto de la eliminación de la deducción por vivienda sobre las nuevas operaciones. Análisis agregado (a)**

Variable dependiente	Vivienda			Consumo		
	(1) Importe medio	(2) Importe total	(3) Número de préstamos	(4) Importe medio	(5) Importe total	(6) Número de préstamos
Tratada × Post	-0,067** (0,027)	-0,228*** (0,046)	-0,178*** (0,041)	-0,012 (0,045)	-0,009 (0,111)	0,048 (0,109)
Efectos Fijos Banco × Tiempo	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos Fijos C. Postal × Hogar	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	25.090	20.738	20.738	72.172	65.207	65.207
Pseudo R2	0,390	0,491	0,160	0,480	0,575	0,313

FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

a El cuadro muestra los resultados de la estimación, a nivel de código postal-banco-tiempo, de un modelo Poisson del impacto de la eliminación de la deducción por vivienda habitual en el territorio común para los meses entre julio de 2010 y junio de 2011. «Tratada» es una variable binaria que toma el valor 1 para los códigos postales del territorio común clasificados en el grupo de renta alta (por encima de su mediana) y 0 en caso contrario. «Post» es una variable binaria que toma el valor 1 para las hipotecas constituidas en 2011 (año de introducción del cambio fiscal) y 0 en caso contrario. El «Importe» medio recoge el importe total de las nuevas hipotecas (en miles de euros) sobre el número de nuevas concedidas. Los errores estándar están clusterizados a nivel de código postal y banco. \* p-valor < 0,10; \*\* p-valor < 0,05; \*\*\* p-valor < 0,01.

incertidumbre, que induce a posponer las decisiones de endeudamiento. En particular, tras el *shock* fiscal el número de nuevas hipotecas se redujo en torno a un 18 % en las zonas tratadas, incluso cuando se excluye el mes de diciembre.

Por el contrario, no se observan efectos estadísticamente significativos sobre el crédito al consumo [columnas (4) y (5)] ni sobre el número de préstamos al consumo [columna (6)]. Tanto el importe medio como el importe total de los nuevos préstamos presentan coeficientes próximos a cero y no significativos, lo que sugiere la ausencia de efectos indirectos o de sustitución entre el crédito hipotecario y el crédito al consumo tras el *shock* fiscal.

## 5 Conclusión

En este trabajo analizamos los efectos de la eliminación temporal de la deducción por adquisición de vivienda habitual sobre la concesión de crédito hipotecario en España. El diseño institucional de la reforma (que no afectó a las provincias del País Vasco ni de Navarra, y que fue posteriormente restablecida de forma inesperada y con carácter retroactivo) proporciona un entorno cuasiexperimental especialmente adecuado para identificar cambios exógenos en la capacidad de endeudamiento de los hogares sin alterar de manera persistente su renta esperada. Esta característica permite asimilar los efectos del *shock* analizado sobre la deuda de los hogares financieramente restringidos a los de una medida macroprudencial basada en el prestatario (BBM) orientada a limitar el endeudamiento del prestatario mediante límites sobre la ratio entre el importe del préstamo y la renta del prestatario (*loan-to-income*, LTI) o la ratio entre el servicio de la deuda y la renta (*debt-service-to-income*, DSTI).

Los resultados muestran que la eliminación de la deducción dio lugar a una reducción significativa del importe de las nuevas hipotecas concedidas, así como de los principales indicadores de apalancamiento en el momento de la concesión, sin afectar a los precios de la vivienda ni a los tipos de interés a corto plazo. Esta evidencia sugiere que la medida operó fundamentalmente a través de la cantidad de crédito y de su estructura financiera. Asimismo, la menor carga financiera inicial asumida por los prestatarios se tradujo en una disminución significativa de la probabilidad futura de impago, lo que pone de manifiesto un canal claro, a través del que las restricciones al endeudamiento en origen pueden mejorar la calidad crediticia de los préstamos hipotecarios.

En conjunto, los resultados obtenidos apuntan a la eficacia de la imposición de límites a las condiciones de concesión del crédito hipotecario como instrumento para contener el endeudamiento de los hogares y reducir el riesgo de impagos futuros. No obstante, estos resultados deben interpretarse con cautela, dado que el análisis se basa en una aproximación de la renta del hogar y a una ventana temporal concreta. Por ello, la evidencia presentada debe evaluarse conjuntamente con la información disponible procedente de otros estudios y contextos.

Conviene subrayar, no obstante, que el presente análisis se centra fundamentalmente en la eficacia de las restricciones al endeudamiento en origen, evaluada a través de sus efectos sobre la concesión y la calidad del crédito hipotecario, y no aborda de forma exhaustiva los posibles efectos indirectos o de equilibrio general asociados a este tipo de medidas. En particular, aunque se analizan algunos efectos a corto plazo sobre el consumo, el estudio no examina de manera sistemática cómo una restricción persistente del crédito hipotecario podría afectar, a más largo plazo, a los equilibrios en los mercados de vivienda en propiedad y alquiler, a la reasignación del crédito entre el sector inmobiliario y otros sectores productivos o a posibles efectos distributivos entre distintos grupos de hogares. El análisis de estos canales resulta relevante para una evaluación integral de las políticas macroprudenciales y constituye una línea natural para investigaciones futuras<sup>29</sup>.

En resumen, la consistencia cualitativa de los resultados obtenidos con la evidencia internacional sobre las políticas macroprudenciales orientadas a limitar el endeudamiento del prestatario y con los trabajos previos del Banco de España (que documentan la capacidad de estas medidas para reducir el riesgo de crédito) refuerza la confianza en la existencia y relevancia económica del canal identificado y de la eficacia de estas medidas. En conjunto, este trabajo contribuye al debate sobre la idoneidad y el diseño de las herramientas macroprudenciales en España, proporcionando evidencia empírica sobre su potencial para mejorar la estabilidad financiera.

---

29 Véase el epígrafe 2 para una revisión de la evidencia teórica y empírica sobre los efectos de equilibrio general y los posibles *spillovers* asociados a las medidas macroprudenciales basadas en el prestatario (incluidos los efectos sobre el consumo, los mercados de vivienda y la reasignación sectorial del crédito).

## BIBLIOGRAFÍA

- Alpanda, Sami, y Sarah Zubairy. (2017). "Addressing household indebtedness: Monetary, fiscal or macroprudential policy?". *European Economic Review*, 92, pp. 47-73. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2016.11.004>
- Ambrose, Brent W., Charles A. Capone Jr. y Yongheng Deng. (2001). "Optimal Put Exercise: An Empirical Examination of Conditions for Mortgage Foreclosure". *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 23, pp. 213-234. <https://doi.org/10.1023/A:1011110501074>
- Angrist, Joshua D., y Jörn-Steffen Pischke. (2009). *Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion*. Princeton University Press. <https://doi.org/10.2307/j.ctvc4j72>
- Bekkum, Sjoerd van, Marc Gabarro, Rustom M. Irani y José-Luis Peydró. (2024). "The real effects of borrower-based macroprudential policy: Evidence from administrative household-level data". *Journal of Monetary Economics*, 147(103574). <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2024.103574>
- Carro, Adrián, Jorge E. Galán, Enric Martorell y Raquel Vegas. (2025). "A literature review on ex-ante and ex-post analysis of the implications of borrower-based macroprudential measures". Documento Ocasional, 2524, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/41425>
- Chen, Jiaqian, Daria Finocchiaro, Jesper Lindé y Karli Walentin. (2023). "The costs of macroprudential deleveraging in a liquidity trap". *Review of Economic Dynamics*, 51, pp. 991-1011. <https://doi.org/10.1016/j.red.2023.09.005>
- Claessens, Stijn, Swati R. Ghosh y Roxana Mihet. (2013). "Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities". *Journal of International Money and Finance*, 39, pp. 153-85. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2013.06.023>
- Cohn, Jonathan B., Zack Liu y Malcolm Wardlaw. (2022). "Count (and count-like) data in finance". *Journal of Financial Economics*, 146(2), pp. 529-551. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2022.08.004>
- Deng, Yongheng, John M. Quigley y Robert van Order. (2000). "Mortgage Terminations, Heterogeneity and the Exercise of Mortgage Options". *Econometrica*, 68(2), pp. 275-307. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1468-0262.00110>
- Galán, Jorge E., y Matías Lamas. (2025). "Beyond the LTV Ratio: Lending Standards, Regulatory Arbitrage, and Mortgage Default". *Journal of Money, Credit and Banking*, 57(1), pp. 107-150. <https://doi.org/10.1111/jmcb.13041>
- Hainmueller, Jens. (2012). "Entropy Balancing for Causal Effects: A Multivariate Reweighting Method to Produce Balances Samples in Observational Studies". *Political Analysis*, 20(1), pp. 25-46. <https://doi.org/10.1093/pan/mpr025>
- Haughwout, Andrew, Richard Peach y Joseph Tracy. (2008). "Juvenile delinquent mortgages: Bad credit or bad economy?". *Journal of Urban Economics*, 64(2), pp. 246-257. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2008.07.008>
- Hejlová, Hana, Libor Holub y Myroslav Plašil. (2021). "Calibration of Borrower-based Macroprudential Measures for Mortgage Exposures: Rigorous Approach and Its Application to the Czech Republic". *Prague Economic Papers*, 30(3), pp. 316-335. <https://doi.org/10.18267/j.pep.769>
- Herrera, Luis. (2025). "Building-up financial resilience: The role of borrower-based macroprudential policies", Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.
- Hirano, Keisuke, Guido W. Imbens y Geert Ridder. (2003). "Efficient Estimation of Average Treatment Effects Using the Estimated Propensity Score". *Econometrica*, 71(4), pp. 1161-1189. <https://doi.org/10.1111/1468-0262.00442>
- Imbens, Guido W., y Donald B. Rubin. (2015). *Causal Inference for Statistics, Social, and Biomedical Sciences: An Introduction*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9781139025751>
- Imbens, Guido W., y Jeffrey M. Wooldridge. (2009). "Recent Developments in the Econometrics of Program Evaluation". *Journal of Economic Literature*, 47 (1), pp. 5-86. <https://doi.org/10.1257/jel.47.1.5>
- Ingholt, Marcus M. (2022). "Multiple Credit Constraints and Time-Varying Macroeconomic Dynamics". *Journal of Economic Dynamics and Control*, 143(104504). <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2022.104504>
- Lim, Cheng, Francesco Columba, Alejo Costa, Piyabha Kongsamut, Akira Otani, Mustafa Saiyid, Torsten Wezel y Xiaoyong Wu. (2011). "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences". IMF Working Papers, 238, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781463922603.001>
- May, Orla, y Merxe Tudela. (2005). "When is mortgage indebtedness a financial burden to British households? A dynamic probit approach". Staff Working Papers, 277, Bank of England. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2005/when-is-mortgage-indebtedness-a-financial-burden-to-british-households.pdf>

- Peydró, José-Luis, Francesc Rodriguez-Tous, Jagdish Tripathy y Arzu Uluc. (2024). "Macroprudential Policy, Mortgage Cycles, and Distributional Effects: Evidence from the United Kingdom". *The Review of Financial Studies*, 37(3), pp. 727-760. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhad070>
- Santos Silva, J. M. C., y Silvana Tenreyro. (2006). "The Log of Gravity". *The Review of Economics and Statistics*, 88(4), pp. 641-658. <https://doi.org/10.1162/rest.88.4.641>

Este anejo presenta un marco teórico muy sencillo cuyo objetivo es clarificar bajo qué condiciones un *shock* fiscal (que afecta a la capacidad de endeudamiento en el momento de la concesión del préstamo) puede generar efectos empíricos comparables a los de una medida macroprudencial basada en el prestatario (BBM, por sus siglas en inglés), como un límite a la ratio entre el importe del préstamo y el valor del inmueble (*loan-to-value*, LTV), a la ratio entre el importe del préstamo y la renta del prestatario (*loan-to-income*, LTI) o a la ratio entre el servicio de la deuda y la renta (*debt-service-to-income*, DSTI). La analogía no se plantea como una equivalencia general entre ambos instrumentos, sino como una relación de carácter local y condicional, válida para el subconjunto de hogares cuya decisión de endeudamiento está efectivamente restringida en origen.

Consideremos un hogar que adquiere una vivienda de valor  $V$  financiada mediante un préstamo hipotecario de importe  $L$ . El hogar percibe una renta exógena y decide el nivel de endeudamiento en el momento de la concesión. Para simplificar la exposición, nos abstraemos de decisiones dinámicas de consumo y nos centramos exclusivamente en la determinación del apalancamiento inicial.

En ausencia de restricciones crediticias, el hogar elegiría un endeudamiento interior  $L^*$ , determinado por sus preferencias y por el coste efectivo de la deuda. Sin embargo, en el mercado hipotecario, el endeudamiento observado está limitado por estándares de concesión típicos, que pueden expresarse como un conjunto de restricciones cuantitativas (BBM) en términos de límites al LTV, LTI y/o DSTI. De forma reducida:

$$L \leq \lambda V, L \leq \kappa I, p(r,T) L \leq \varphi I,$$

donde  $p(r,T)$  es el pago anual por euro de principal (factor de anualidad que depende del tipo  $r$  y del plazo  $T$ ),  $I$  denota la renta neta disponible relevante para el servicio de la deuda en el momento de la concesión y  $\lambda$ ,  $\kappa$ ,  $\varphi$  son parámetros positivos que parametrizan los umbrales regulatorios/crediticios del LTV, LTI y DSTI, respectivamente. Por tanto, el principal concedido verifica:

$$L \leq \min \{L^*, \lambda V, \kappa I, \varphi I / p(r,T)\}$$

Con base en esta modelización, una BBM puede representarse como un cambio exógeno en alguno de los parámetros regulatorios; por ejemplo, una reducción de  $\kappa$  (límite LTI), de  $\lambda$  (límite LTV) o de  $\varphi$  (límite DSTI). Este tipo de medidas trunca el conjunto factible de endeudamiento y afecta únicamente a aquellos hogares para los que la restricción es vinculante en el momento de la concesión. Así, una reducción de  $\kappa$ ,  $\lambda$  o  $\varphi$  reduce mecánicamente el importe del préstamo para los hogares restringidos, pero no altera de forma directa el endeudamiento de los hogares no restringidos, salvo a través de efectos de equilibrio general.

Esta propiedad es central en la interpretación de las BBM: sus efectos se concentran en el margen de los prestatarios con mayor apalancamiento inicial, que son precisamente aquellos de mayor interés desde el punto de vista de la estabilidad financiera.

Consideremos ahora un *shock* fiscal asociado a la compra con hipoteca (por ejemplo, eliminación de una deducción). Este *shock* opera, en principio, como un cambio en el coste neto de financiarse: altera el pago neto del préstamo o la renta neta relevante para el servicio de la deuda. De este modo, provocaría un aumento del pago efectivo (por menor deducción) o una caída de la renta neta disponible para deuda.

A diferencia de una BBM, este *shock* no impone directamente una restricción regulatoria sobre el endeudamiento, sino que opera a través del coste efectivo de la deuda y de la renta neta percibida por el hogar, afectando al óptimo interior  $L^*$  (vía precios), y podría afectar a todos los hogares, incluso a los no restringidos. No obstante, sus efectos sobre el endeudamiento inicial dependen de manera crucial de si el hogar está o no sujeto a restricciones de crédito.

Para los hogares no restringidos, el *shock* fiscal puede alterar marginalmente el nivel óptimo de endeudamiento  $L^*$ , pero no modifica el conjunto de las opciones factibles. En consecuencia, en un entorno estático y a corto plazo, el ajuste del endeudamiento  $L$  puede ser reducido o no detectable y no es comparable a una BBM salvo por efectos de equilibrio general.

Sin embargo, para los hogares restringidos, el *shock* fiscal puede ser observacionalmente equivalente a una BBM, porque actúa de forma parecida a rebajar el límite relevante. Si la restricción vinculante es LTI ( $L = \kappa I$ ), se tendría que la variación del importe de préstamo sería proporcional a la variación de la renta. Y si opera a través de DSTI [ $L = \phi I / p(r,T)$ ], se tendría que la eliminación de una deducción que incrementase el pago efectivo  $p$  o redujese la renta neta  $I$  reduciría mecánicamente el préstamo máximo, de modo que, en el margen, el ajuste es proporcional a la variación de la renta e inversamente proporcional al cambio en el pago efectivo<sup>1</sup>.

Este mecanismo coincide exactamente con el truncamiento efectivo sobre el endeudamiento en origen que genera una BBM de tipo LTI/DSTI, si bien en este caso dicho truncamiento viene inducido por un cambio fiscal en el coste neto del endeudamiento.

Bajo el supuesto de: i) precios de la vivienda y tipos de interés aproximadamente constantes en una ventana temporal corta, y ii) un proceso de concesión del crédito regido por límites de tipo LTV, LTI y/o DSTI, un *shock* fiscal que reduzca la renta neta relevante del hogar o incremente el pago efectivo del préstamo es equivalente, para aquellos hogares cuya restricción es vinculante, a un endurecimiento de una BBM (esto es, a una reducción de los parámetros  $\kappa$  o  $\phi$ ). En ambos casos, el efecto se materializa en un ajuste del importe máximo del préstamo y, por tanto, en cambios en las ratios LTV y LTI en el momento de la concesión.

Este marco teórico genera varias implicaciones relevantes para la interpretación empírica: i) los efectos del *shock* se concentran en los hogares financieramente restringidos, y ii) para

---

1 El efecto podría resultar más intenso en la práctica en presencia de otras restricciones concurrentes.

estos hogares se observa una reducción del apalancamiento inicial en el momento de la concesión. Como corolario, entre los hogares no restringidos la respuesta observada podría no mostrar efectos estadísticamente significativos.

Por todo ello, la analogía entre un *shock* fiscal y una BBM no es general, sino parcial y condicional. Resulta válida en la medida en que el análisis se centre en el margen de hogares cuya capacidad de endeudamiento esté limitada por restricciones de crédito en origen. Desde esta perspectiva, un *shock* fiscal transitorio que reduce la renta neta relevante en el momento de la concesión o incrementa el pago efectivo del préstamo puede interpretarse como un experimento natural informativo sobre los efectos de una política BBM, sujeto a los límites comentados y teniendo en cuenta que no es directamente extrapolable al conjunto de los hogares.

Cuadro A2.1

## Comparativa entre las hipotecas tratadas y no tratadas tras el emparejamiento IPW (a) (b)

	Muestra emparejada IPW				
	Tratada = 0		Tratada = 1		Diferencias normalizadas
	Media	Desviación típica	Media	Desviación típica	Test
Importe (miles de euros)	166,47	(90,77)	163,96	(97,97)	-0,02
LTV (%)	82,47	(29,88)	85,90	(29,66)	0,08
LTI	4,71	(2,42)	4,45	(2,45)	-0,07
Tipo de interés (pp)	0,88	(0,63)	0,89	(0,68)	0,01
Impago futuro (0/1)	0,02	(0,12)	0,02	(0,13)	0,01
Log(Renta)	10,47	(0,17)	10,50	(0,19)	0,15
Plazo (años)	29,70	(7,88)	28,92	(7,72)	-0,07
Valor de tasación (miles de euros)	207,77	(94,77)	195,33	(95,20)	-0,09
Extranjero (0/1)	0,01	(0,07)	0,02	(0,12)	0,07
Empresario (0/1)	0,01	(0,11)	0,02	(0,13)	0,04
Mujer (0/1)	0,34	(0,47)	0,39	(0,49)	0,08
Número de observaciones	6.510		44.795		

FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

- a El cuadro muestra la media (columnas 1 y 3) y la desviación típica (columnas 2 y 4) de un conjunto de variables agrupadas según si se consideran tratadas (hipotecas constituidas en los códigos postales del territorio común de alta renta) o no tratadas (territorios forales) para el análisis de emparejamiento. El emparejamiento se hace según la renta y las ponderaciones resultan de un enfoque IPW, en el que se emplea la inversa de la probabilidad de tratamiento.
- b La columna de diferencias normalizadas muestra un estadístico para evaluar un test de medias propuesto por Imbens y Wooldridge (2009), para el que Imbens y Rubin (2015) sugieren un umbral heurístico de 0,25 en valor absoluto. El estadístico de diferencias normalizadas contrasta la hipótesis nula de ausencia de diferencias en las medias entre el grupo tratado y el de control mediante un estimador independiente de la escala y del tamaño muestral. Valores superiores a dicho umbral indicarían diferencias sistemáticas.

Cuadro A2.2

**Impacto de la eliminación de la deducción por vivienda sobre las características de la hipoteca. Muestra emparejada por IPW (a)**

Variable dependiente	(1) Importe	(2) Valor	(3) LTV	(4) LTI	(5) Tipo de interés	(6) Impago
Tratada × Post	-0,063*** (0,017)	-0,004 (0,015)	-2,298** (1,136)	-0,259*** (0,082)	-0,013 (0,027)	-0,007* (0,004)
Efectos Fijos Banco × Tiempo	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos Fijos C. Postal × Hogar	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Otros controles hogar e hipoteca	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	51.305	51.305	51.305	51.305	51.305	51.305
Pseudo R2/R2	0,264	0,539	0,315	0,232	0,442	0,197

FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

a El cuadro muestra los resultados de la estimación ponderada mediante la inversa de la probabilidad de tratamiento (tras un emparejamiento IPW), a nivel de hipoteca-banco-tiempo, de un modelo de regresión Poisson (columnas 1 y 2) o lineal (columnas 3, 4, 5 y 6) del impacto de la eliminación de la deducción por vivienda habitual en el territorio común para los meses entre julio de 2010 y junio de 2011. «Tratada» es una variable binaria que toma el valor 1 para las nuevas hipotecas originadas en localidades del territorio común clasificadas en el grupo de renta alta (por encima de su mediana) y 0 en caso contrario. «Post» es una variable binaria que toma el valor 1 para las hipotecas constituidas en 2011 (año de introducción del cambio fiscal) y 0 en caso contrario. El «Importe» de la hipoteca se mide en miles de euros; «Valor» se refiere al valor de tasación del inmueble en miles de euros; «LTV» es la ratio préstamo-valor; «LTI» es la ratio préstamo-ingreso (asignado por su código postal); «Tipo de interés» es el tipo de la hipoteca en porcentaje, e «Impago» es una variable binaria que toma el valor 1 si la hipoteca entra en mora en algún momento de su vida (hasta 2025) y 0 en caso contrario. Los controles empleados se explican en el epígrafe 4. Los errores estándar están clusterizados a nivel de código postal, banco e hipoteca. \* p-valor < 0,10; \*\* p-valor < 0,05; \*\*\* p-valor < 0,01.

Cuadro A2.3

**Impacto temporal de la eliminación de la deducción por vivienda sobre las características de la hipoteca.  
Muestra emparejada por EB (a)**

Variable dependiente	(1) Importe	(2) Valor	(3) LTV	(4) LTI	(5) Tipo de interés	(6) Impago
Sep-oct 2010	0,005 (0,034)	-0,023 (0,020)	0,474 (2,054)	-0,101 (0,220)	-0,048 (0,039)	-0,005 (0,007)
Nov-dic 2010	0,056 (0,039)	-0,001 (0,023)	0,900 (2,205)	0,157 (0,184)	-0,064 (0,048)	-0,003 (0,006)
Ene-feb 2011	0,055 (0,050)	-0,006 (0,028)	-5,570** (2,679)	-0,311* (0,180)	-0,045 (0,055)	-0,012 (0,009)
Mar-abr 2011	-0,064** (0,032)	-0,022 (0,019)	-0,368 (3,182)	-0,332** (0,134)	-0,059 (0,059)	-0,011 (0,010)
May-jun 2011	0,023 (0,037)	-0,004 (0,023)	-0,322 (2,748)	0,018 (0,139)	-0,026 (0,038)	-0,012* (0,006)
Efectos Fijos Banco × Tiempo	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos Fijos C. Postal × Hogar	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Otros controles hogar e hipoteca	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	51.305	51.305	51.305	51.305	51.305	51.305
Pseudo R2/R2	0,298	0,347	0,613	0,257	0,460	0,237

FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

a El cuadro muestra los resultados de la estimación ponderada (tras un emparejamiento EB), a nivel de hipoteca-banco-tiempo, de un modelo de regresión Poisson (columnas 1 y 2) o lineal (columnas 3, 4, 5 y 6) del impacto de la eliminación de la deducción por vivienda habitual en el territorio común para los meses entre julio de 2010 y junio de 2011. «Tratada» es una variable binaria que toma el valor 1 para las nuevas hipotecas originadas en localidades del territorio común clasificadas en el grupo de renta alta (por encima de su mediana) y 0 en caso contrario. «Post» es una variable binaria que toma el valor 1 para las hipotecas constituidas en 2011 (año de introducción del cambio fiscal) y 0 en caso contrario. El «Importe» de la hipoteca se mide en miles de euros; «Valor» se refiere al valor de tasación del inmueble en miles de euros; «LTV» es la ratio préstamo-valor; «LTI» es la ratio préstamo-ingreso (asignado por su código postal); «Tipo de interés» es el tipo de la hipoteca en porcentaje, e «Impago» es una variable binaria que toma el valor 1 si la hipoteca entra en mora en algún momento de su vida (hasta 2025) y 0 en caso contrario. Los controles empleados se explican en el epígrafe 4. Los errores estándar están clusterizados a nivel de código postal, banco e hipoteca. \* p-valor < 0,10; \*\* p-valor < 0,05; \*\*\* p-valor < 0,01.

## Cómo citar este documento

Jiménez Zambrano, Gabriel, y Eduardo Pérez Asenjo. (2026). "Efectos sobre el crédito hipotecario de una menor capacidad de endeudamiento de los hogares en España". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 50, primavera. <https://doi.org/10.53479/43307>

# DIEZ AÑOS DE RESOLUCIÓN BANCARIA EN EUROPA: EVOLUCIÓN, LECCIONES APRENDIDAS Y RETOS FUTUROS

Alberto Concepción y Miguel Kruse

BANCO DE ESPAÑA

<https://doi.org/10.53479/43308>

Los autores pertenecen al Departamento de Resolución del Banco de España y agradecen los comentarios recibidos de un evaluador anónimo. Dirección de correo electrónico para comentarios: [alberto\[dot\]concepcion\[at\]bde\[dot\]es](mailto:alberto[dot]concepcion[at]bde[dot]es).

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

### Resumen

El artículo examina la evolución del marco europeo de resolución bancaria durante la última década, desde la creación del Mecanismo Único de Resolución y de la Junta Única de Resolución en 2015. Su origen se sitúa en las debilidades que revela la gran crisis financiera de 2008 y en la necesidad de establecer un régimen para abordar crisis bancarias homogéneo, predecible y financiado por el propio sector. Se revisan los principales hitos alcanzados desde entonces, entre los que destacan la creación del Fondo Único de Resolución y el cumplimiento de los requerimientos mínimos de fondos propios y pasivos elegibles por las entidades. Igualmente, se analizan las recientes crisis bancarias, tanto de dentro como de fuera de la Unión Bancaria, y se señalan las principales lecciones aprendidas. Por otro lado, se identifican los retos pendientes, como la necesidad de mejorar el mecanismo de apoyo de liquidez en resolución, de implementar el sistema de garantía de depósitos europeo y de armonizar los regímenes de insolvencia nacionales. Finalmente, se destacan las principales novedades del nuevo paquete legislativo europeo de gestión de crisis y seguro de depósitos (CMDI, por sus siglas en inglés), que mejora el régimen de resolución vigente y permite que los sistemas de garantía de depósitos nacionales desempeñen un papel más relevante en la gestión de las crisis bancarias.

**Palabras clave:** resolución, Mecanismo Único de Resolución, crisis bancarias, MREL, CMDI.

### 1 La resolución bancaria: origen y fundamentos

**La Gran Recesión, que tuvo lugar en 2008-2009, fue desencadenada por una profunda crisis financiera con consecuencias drásticas en la economía real.** La excesiva acumulación de riesgos en los balances bancarios provocó pérdidas masivas para las entidades, acentuadas por los rápidos procesos de desapalancamiento a los que tuvieron que hacer frente. La limitada capacidad de absorción de pérdidas de algunas entidades provocó numerosas quiebras bancarias, lo que impactó, de forma directa y significativa, en la economía y en la capacidad fiscal de los Estados a nivel global, y generó inestabilidad financiera y una profunda crisis de deuda soberana. Esta fue particularmente significativa en la Unión Europea (UE), en especial tras el rescate de entidades de crédito con recursos públicos.

La banca ofrece productos y servicios esenciales para el desarrollo de la economía, mediante la concesión de préstamos y créditos, la prestación de servicios de pagos y, muy especialmente, la captación de depósitos. Por ello, la quiebra de una entidad de crédito puede impactar de forma significativa en la economía. Esta es la razón por la que la gestión de las crisis bancarias tradicionalmente se ha solventado, cuando no se ha encontrado una alternativa privada, mediante un rescate público, ya que hacerlo a través de un procedimiento concursal ordinario puede provocar, en ocasiones, una mayor inestabilidad del sistema financiero, un efecto

contagio al resto de las entidades y, en definitiva, un aumento mayor de los costes económicos directos e indirectos originados por la crisis bancaria y la extensión de sus efectos de forma más acentuada a la economía real.

El uso de fondos públicos ha sido especialmente pronunciado en aquellas crisis de carácter sistémico, cuando no era posible encontrar adquirentes solventes o con suficiente apetito para comprar entidades con problemas, o bien imperaba una generalizada falta de confianza en el mercado, también respecto a la magnitud real de la crisis. Sin embargo, uno de los problemas fundamentales de los rescates públicos es que profundizan el círculo vicioso entre riesgo bancario y riesgo soberano. La financiación del rescate de una entidad por parte del Estado, ya sea absorbiendo pérdidas, ya sea apoyando su recapitalización, impacta de manera notable en las cuentas públicas, de modo que se incrementa el déficit público. Esto crea, además, disparidad en la forma de resolver cada crisis y, por tanto, genera una mayor incertidumbre en el mercado, particularmente en los acreedores, incluidos los depositantes.

En España, los efectos de la Gran Recesión se materializaron en la explosión de la burbuja inmobiliaria y en un fuerte crecimiento del desempleo, e impactaron gravemente en el sector bancario y, muy especialmente, en las cajas de ahorros, que mantenían una elevada exposición al sector inmobiliario y adolecían de deficiencias de gobernanza; se pusieron, así, de manifiesto las vulnerabilidades acumuladas durante los años de expansión. La intervención pública en el sistema financiero implicó el desembolso de cuantiosos recursos del contribuyente, pero evitó la mayor inestabilidad financiera que se hubiera ocasionado en el caso de haber liquidado las entidades de crédito inviables mediante un procedimiento concursal ordinario, que podría haber extendido el contagio a las entidades sanas. Además, esto podría haber generado elevadas pérdidas para los depositantes y aumentado el ya deteriorado nivel de desconfianza de los mercados, de modo que se verían aún más afectados la financiación de la actividad económica y el desempleo imperante.

**En este contexto de inestabilidad financiera, en España y en la UE, donde se cuestionaba la capacidad fiscal de determinados Estados miembros e incluso el propio futuro del euro, el Consejo Europeo<sup>1</sup> acordó, en 2012, una hoja de ruta para la realización de la Unión Económica y Monetaria.** Esta incluía la adopción de un mecanismo único de supervisión, y de nuevas normas en materia de rescate y resolución de bancos (véase esquema 1) y sobre los sistemas de garantía de depósitos, en los países pertenecientes al área del euro. Se establecían así, por primera vez, los tres pilares de la que se conoce como Unión Bancaria.

## 2 Mecanismo Único de Resolución: hitos y evolución del segundo pilar de la Unión Bancaria

El establecimiento del Mecanismo Único de Resolución (MUR) se inspiró en los estándares publicados por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) en 2011

---

<sup>1</sup> Conclusiones del Consejo Europeo de 12 y 13 de diciembre de 2012 (EUCO 205/12).

Resolución	Proceso mediante el cual las autoridades de resolución intervienen una entidad inviable, cuando no existan medidas privadas o supervisoras que impidan su inviabilidad y se constate que existe interés público.
Liquidación	Proceso alternativo a la resolución en el que la entidad se liquidaría conforme a los procedimientos ordinarios de insolvencia nacionales, cuando se constata que no existe interés público.
Análisis de interés público	Evaluar la resolución permite alcanzar en mejor medida alguno de los objetivos de la resolución, en comparación con la liquidación de la entidad conforme a los procedimientos ordinarios de insolvencia.
Objetivos de la resolución	<ol style="list-style-type: none"> <li>Asegurar la continuidad de aquellas actividades, servicios y operaciones cuya interrupción podría perturbar la prestación de servicios esenciales para la economía real o la estabilidad financiera.</li> <li>Evitar efectos perjudiciales para la estabilidad del sistema financiero, previniendo el contagio de las dificultades de una entidad al conjunto del sistema y manteniendo la disciplina de mercado.</li> <li>Asegurar la utilización más eficiente de los recursos públicos, minimizando los apoyos financieros públicos que, con carácter extraordinario, pueda ser necesario conceder.</li> <li>Proteger a los depositantes cuyos fondos están garantizados por el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y a los inversores cubiertos por el Fondo de Garantía de Inversiones.</li> <li>Proteger los fondos reembolsables y demás activos de los clientes de las entidades.</li> </ol>
Principios de la resolución	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los accionistas o socios, según corresponda, serán los primeros en soportar pérdidas.</li> <li>Los acreedores soportarán, en su caso, pérdidas derivadas de la resolución después de los accionistas o socios y de acuerdo con el orden de prelación establecido en la legislación concursal.</li> <li>Los acreedores del mismo rango serán tratados de manera equivalente.</li> <li>Ningún accionista ni acreedor soportará pérdidas superiores a las que habría soportado si la entidad fuera liquidada en el marco de un procedimiento concursal (principio de <i>no creditor worse off</i>).</li> <li>Los administradores y los directores generales serán sustituidos, salvo que, con carácter excepcional, se considere su mantenimiento estrictamente necesario para alcanzar los objetivos de la resolución.</li> <li>Los administradores y los directores generales deberán prestar toda la asistencia necesaria para lograr los objetivos de la resolución.</li> <li>Los administradores de las entidades y cualquier otra persona física o jurídica responderán de los daños y perjuicios causados en proporción a su participación y la gravedad de aquellos.</li> <li>Los depósitos garantizados estarán plenamente protegidos.</li> <li>Las medidas de resolución que se adopten estarán acompañadas por las correspondientes garantías y salvaguardas que prevén esta ley y su normativa de desarrollo.</li> </ul>
Herramientas de resolución	<ul style="list-style-type: none"> <li>Venta del negocio: transferir las acciones (<i>share deal</i>) o todos o parte de los activos y pasivos (<i>asset deal</i>) de la entidad a un adquirente.</li> <li>Banco puente: transmitir las acciones o todos o parte de los activos a una entidad puente, controlada por las autoridades de resolución y creada con carácter temporal para mantener las funciones esenciales desarrolladas por la entidad.</li> <li>Segregación de activos: separar los activos problemáticos de la entidad para que sean gestionados por otra sociedad.</li> <li>Recapitalización interna (<i>bail-in</i>): amortizar y convertir los instrumentos de capital y determinados pasivos para absorber las pérdidas de la entidad y recapitalizarla.</li> </ul>

FUENTE: Elaboración propia.

(«Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions»), aplicables a las entidades consideradas sistémicas; estos proporcionaban un conjunto de reglas y salvaguardas para configurar un régimen de resolución ordenada en cada jurisdicción, de modo que se evitara el rescate por parte de los contribuyentes. El MUR debía disponer de los poderes necesarios y de los instrumentos adecuados para llevar a cabo la resolución de cualquier entidad de crédito establecida en la Unión Bancaria, y debía basarse en las contribuciones del

propio sector financiero. Se pretendía así que los costes de la crisis de una entidad fueran asumidos por sus accionistas y acreedores y, en última instancia, por el propio sistema financiero.

**Para ello, era necesario dotar al marco normativo europeo de una serie de disposiciones uniformes y adecuadas para gestionar la inviabilidad de una entidad de crédito, que protegieran tanto las funciones esenciales<sup>2</sup> desarrolladas por esta como al propio sistema financiero.** Hasta entonces, cada Estado miembro gestionaba las crisis bancarias de forma independiente, aplicando las normas establecidas en sus ordenamientos jurídicos o, en numerosas ocasiones, creando legislación específica para poder abordarlas, lo que daba lugar a una gran heterogeneidad en la forma de solventarlas. Esto implicaba fragmentación en los mercados europeos e incluso desigualdad de trato entre los acreedores en función de dónde se encontrase localizada la entidad.

Un ejemplo paradigmático se encuentra en la crisis del sector bancario español tras la Gran Recesión. A partir de 2008, se promulgaron numerosas medidas de liquidez y capital, incluyendo la creación del FROB y la reforma del sector de las cajas de ahorros, que acabaron desembocando en la Ley 9/2012, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Fruto de la presión nacional e internacional existente para resolver los graves problemas del sistema financiero español, se diseñó una ley que, por primera vez y de forma integral, establecía el marco regulatorio de los procedimientos de actuación temprana, reestructuración y resolución bancaria. La Ley 9/2012 se convirtió en la norma precursora del actual régimen de resolución, en cuanto que establecía las normas y reglas para intervenir entidades de crédito en dificultades, resolver aquellas consideradas inviables y repartir el coste de la inviabilidad de la entidad entre sus accionistas y acreedores.

Finalmente, en 2014 se promulgaron la Directiva 2014/59/UE, que estableció el marco para la reestructuración y la resolución de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y el Reglamento (UE) n.º 806/2014, de 15 de julio, que creó el MUR y estableció el marco normativo de la resolución bancaria (véase esquema 2). Un aspecto clave para asegurar la credibilidad del nuevo sistema era establecer una autoridad europea que tuviera el poder y los recursos necesarios para disipar cualquier duda relativa a la gestión de la crisis de las entidades de crédito del área del euro. Así, en enero de 2015 se creó la Junta Única de Resolución, autoridad de resolución central de la Unión Bancaria.

Desde entonces, los trabajos realizados por las autoridades de resolución han permitido alcanzar numerosos logros, que se destacan a continuación:

- **Cumplimiento del requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos elegibles (MREL) por parte de las entidades.** Probablemente el hito más importante de entre

---

<sup>2</sup> Se consideran funciones esenciales aquellas actividades, servicios u operaciones cuyo cese podría, en uno o más Estados miembros, dar lugar a una perturbación de servicios esenciales para la economía real o de la estabilidad financiera, debido al tamaño, cuota de mercado, conexiones internas o externas, complejidad o actividad transfronteriza de la entidad o grupo, atendiendo especialmente a la sustituibilidad de dichas actividades, servicios u operaciones.

La Unión Bancaria consta de tres pilares, diseñados con el propósito de que las entidades de la zona del euro estén bajo un sistema de supervisión único, lo que fortalece su solvencia y establece un mecanismo único para gestionar las crisis bancarias.

**Pilar 1. Mecanismo Único de Supervisión (MUS)**

Es el sistema de supervisión bancaria supranacional de la UE, compuesto por el BCE y las autoridades nacionales de supervisión, que aplican la misma normativa prudencial.

**Pilar 2. Mecanismo Único de Resolución (MUR)**

Tiene por objetivo garantizar la resolución de las entidades inviables, asegurando la continuidad de las funciones esenciales, lo que preserva la estabilidad financiera y minimiza el uso de los recursos públicos.

**Pilar 3. Sistema europeo de garantía de depósitos único (EDIS)**

Garantiza la protección de los depósitos (hasta 100.000 €). Existe una propuesta para crear un sistema común, pendiente de aprobación.

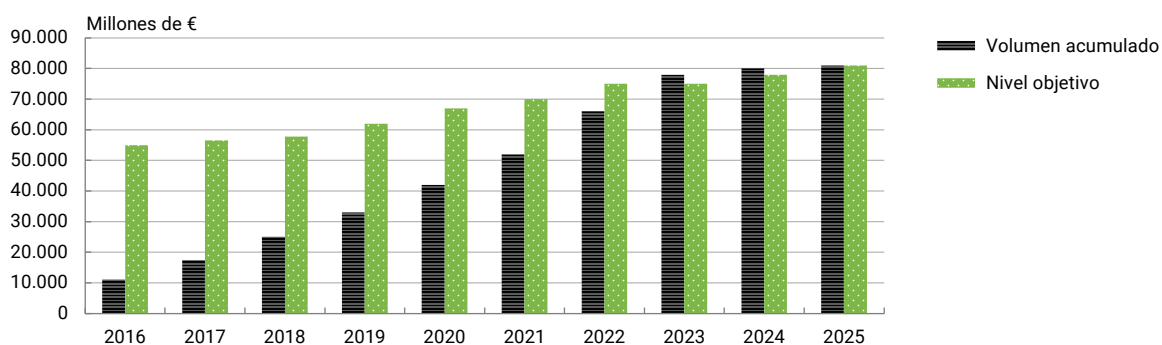
Un objetivo clave era crear un código normativo único y un mercado financiero europeo más integrado, que lograra romper el círculo vicioso entre riesgo bancario y riesgo soberano.

FUENTE: Elaboración propia.

los conseguidos en esta pasada década reside en la acumulación, por parte de las entidades, de un importante volumen de fondos propios y pasivos elegibles. Se trata de un paso imprescindible para asegurar que las entidades contribuyan de forma directa a garantizar que existe suficiente capacidad para la absorción de pérdidas y, en su caso, para la recapitalización, en una hipotética resolución, facilitando la implementación efectiva de las medidas establecidas en el esquema de resolución.

Exigir que todas las entidades con estrategia de resolución, no solo aquellas consideradas de importancia sistémica mundial, cumplan con el MREL implica que estas tengan que asumir el coste que provocaría su propia inviabilidad, lo que garantiza una mayor suficiencia de los recursos disponibles para financiar la eventual resolución de la entidad y minimiza considerablemente la posibilidad de tener que recurrir a apoyos públicos. Ya el propio FSB reconocía en los estándares publicados en 2011 que los trabajos de planificación de resolución podían ser pertinentes para aquellas entidades que, sin ser consideradas sistémicas, podrían llegar a serlo en caso de crisis, y que las autoridades debían considerar la necesidad de que contaran con determinada capacidad de absorción de pérdidas. Las recientes crisis bancarias han refrendado esta pertinencia, como recientemente ha vuelto a reconocer el propio FSB (Consejo de Estabilidad Financiera, 2024).

Al cierre del primer semestre de 2025, las entidades de la Unión Bancaria mantenían en stock un volumen de aproximadamente 2,67 billones de euros en fondos propios y pasivos elegibles para el cumplimiento del MREL. Así pues, desde el establecimiento de estos requerimientos han llevado a cabo un importante proceso de emisión de instrumentos de capital y de deuda, para lo que han tenido que adaptar sus balances y asumir los correspondientes costes de financiación. La creación del MREL y su



FUENTE: Elaboración propia.

progresiva implementación han permitido que el sector bancario del área del euro sea ahora más resiliente y esté mejor preparado para hacer frente a los distintos escenarios de crisis que pudieran darse en el futuro.

- **Establecimiento y dotación del Fondo Único de Resolución (FUR).** Constituye otro de los hitos más relevantes desde la creación del MUR. Para asegurar una aplicación efectiva de las herramientas de resolución era necesario contar con un mecanismo que permitiera financiar la resolución en aquellos casos excepcionales en los que la capacidad de absorción de pérdidas y potencial recapitalización de la entidad por parte de sus accionistas y acreedores fuera insuficiente. Y, para garantizar que se minimizase el uso de los recursos públicos, era esencial que este mecanismo estuviera financiado por la propia industria.

Así pues, el FUR se ha financiado con las contribuciones *ex ante* aportadas por las entidades de crédito, y logró alcanzar a finales de 2023 el objetivo previsto desde su inicio: el 1 % de los depósitos garantizados de toda la Unión Bancaria. Al cierre de 2025, este importe es de aproximadamente 81.000 millones de euros, que permiten contar con un importante volumen de fondos para adoptar las medidas destinadas a asegurar la eficacia de la resolución (véase gráfico 1).

En concreto, el FUR puede utilizarse para reforzar tanto la posición de liquidez de la entidad de resolución como su solvencia<sup>3</sup>. Así pues, podrá otorgar garantías a activos y pasivos de una entidad tras su resolución, conceder préstamos o comprar activos a una entidad en resolución, financiar el establecimiento de un banco puente y adoptar otras medidas para facilitar su venta. Solo en el caso de que se excluyera un pasivo o categoría de pasivos de la recapitalización interna, el FUR podría hacer una aportación

<sup>3</sup> También puede utilizarse para compensar a accionistas y acreedores en los casos en que hubieran soportado más pérdidas en resolución que en liquidación.

con objeto de absorber pérdidas o recapitalizar la entidad en resolución, aunque para ello es necesario que los accionistas y acreedores de la entidad hayan afrontado pérdidas por un importe mínimo del 8 % de los fondos propios y pasivos de la entidad. En estos casos, la contribución máxima del FUR no puede superar el 5 % de estos fondos propios y pasivos totales.

- **Aumento del nivel de preparación e incremento de la resolubilidad de las entidades a través de los trabajos de planificación de resolución.** Otro de los avances más significativos ha sido el progreso en la resolubilidad de las entidades de crédito, fruto de un proceso continuo y cada vez más detallado de planificación de resolución por parte de las autoridades de resolución y de las propias entidades<sup>4</sup>. La resolución preventiva ha sido uno de los motores principales del incremento de la resiliencia estructural del sistema bancario. Organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional y el FSB han subrayado que la Unión Bancaria es actualmente una de las jurisdicciones más avanzadas del mundo en el análisis de la resolubilidad, gracias precisamente a las tareas de planificación de resolución (Croitoru, Dobler y Molin, 2018; Consejo de Estabilidad Financiera, 2026).

En los últimos años, con el objetivo de operacionalizar los planes, las autoridades de resolución de la Unión Bancaria han avanzado hacia un enfoque más práctico, centrando sus esfuerzos en la realización de testeos, por parte tanto de las entidades como de las propias autoridades de resolución. Se ha pasado de un foco inicial eminentemente conceptual a un sistema con mayor detalle, con capacidades verificables y expectativas más tangibles, que han permitido a las entidades desarrollar y consolidar sus procedimientos de gobernanza y de continuidad operativa en resolución, así como sus sistemas de información y comunicación. Esta nueva fase de testeo incluye la realización de pruebas, como simulacros de resolución en tiempo real, análisis exhaustivos (*deep dives*) y, desde 2026, visitas de inspección. El objetivo es comprobar, en la práctica, la aplicabilidad de los planes y detectar áreas de mejora para seguir aumentando el nivel de resolubilidad y la capacidad de las autoridades de gestionar las crisis bancarias.

- **Gestión exitosa de crisis bancarias.** En total, desde 2015, las autoridades de resolución que conforman el MUR han gestionado la inviabilidad de dos entidades de crédito significativas y de varias entidades de crédito menos significativas mediante la aplicación del régimen de resolución<sup>5</sup>. Destacan particularmente los casos de resolución del Banco Popular Español y del Sberbank Europe AG, que serán abordados en el siguiente epígrafe, junto con otros relativos a entidades menos significativas.

---

4 A diferencia de otras jurisdicciones, como Estados Unidos, en la Unión Bancaria son las autoridades de resolución las que elaboran los planes de resolución, y no las propias entidades. En todo caso, estas facilitan a las autoridades de resolución toda la información necesaria para la elaboración de los planes.

5 Para más información, véase el anejo 9 del [documento de trabajo de la Comisión Europea de 18 de abril de 2023, sobre el informe de evaluación de impacto de la propuesta CMDI](#).

A pesar de que la consecución de estos hitos indudablemente ha contribuido al fortalecimiento del marco de gestión de las crisis bancarias, estos primeros diez años de existencia del MUR han permitido tomar conciencia también de las debilidades existentes, que requerirán modificaciones normativas o actuaciones de cara al futuro. En el quinto epígrafe de este artículo se abordarán algunas de las más importantes.

En todo caso, los avances realizados deben ser valorados convenientemente. La mera idea de tener unas reglas uniformes para abordar una crisis bancaria de forma homogénea en los países de la zona del euro era difícil de imaginar durante la gran crisis financiera de 2008, habida cuenta del consenso político que requería. Igualmente, contar con un plan de resolución para cada grupo bancario o entidad de crédito, en el que se prevean los instrumentos que hay que aplicar en el caso de que se produzca su inviabilidad, y los trabajos realizados anualmente para evaluar la resolubilidad constituyen avances que contrastan de forma notable con el nivel de preparación que existía entonces.

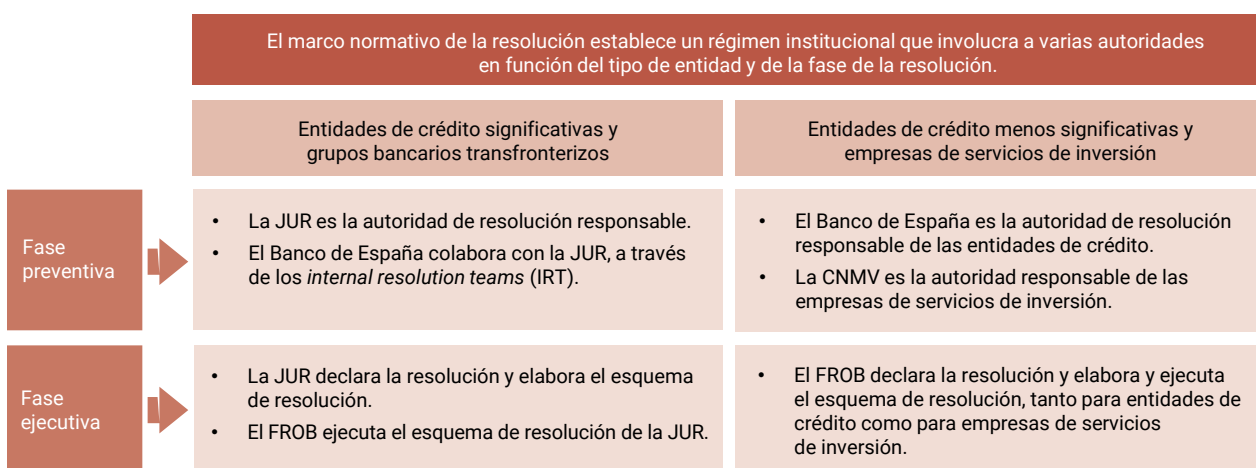
### 3 El Banco de España como autoridad de resolución preventiva

En España, la Ley 11/2015, de 18 de junio, transpuso al ordenamiento jurídico nacional la Directiva 2014/59/UE (*Bank Recovery and Resolution Directive*, BRRD), cuyo objetivo principal era dotar a las autoridades de herramientas eficaces para prevenir y gestionar crisis bancarias, adaptando el marco regulatorio nacional a los estándares europeos en materia de resolución bancaria. Esta ley fue desarrollada mediante el Real Decreto 1012/2015.

La Ley 11/2015 otorgó al Banco de España el papel de autoridad de resolución preventiva de entidades de crédito y al FROB el de autoridad de resolución ejecutiva, tanto de entidades de crédito como de empresas de servicios de inversión (véase esquema 3). Esta configuración es un caso excepcional en la Unión Bancaria, en cuanto que España es la única jurisdicción en la que se hace distinción entre autoridad de resolución preventiva y autoridad de resolución ejecutiva. De hecho, en la mayoría de los países europeos, todas las funciones de resolución (esto es, preventivas y ejecutivas) de entidades de crédito se atribuyen a la autoridad con responsabilidades de supervisión bancaria, que generalmente se encuentra dentro del correspondiente banco central.

A continuación, se indican las funciones principales asignadas al Banco de España y los principales trabajos realizados hasta la fecha:

- **Elaboración y actualización de los planes de resolución para todas las entidades de crédito bajo su ámbito de actuación.** Desde 2020, todas las entidades de crédito españolas cuentan con un plan de resolución, que se actualiza periódicamente, en el que se analiza si las entidades realizan funciones esenciales, se aborda el correspondiente análisis de interés público para dirimir si se establece una estrategia de resolución o de liquidación, se determina una estrategia de punto único de entrada (SPE) o de múltiples grupos de entrada (MPE), y se fija la



FUENTE: Elaboración propia.

herramienta de resolución preferida en caso de inviabilidad. En el caso de las entidades de crédito españolas significativas y de los grupos bancarios extranjeros que cuentan con filiales españolas relevantes, el Banco de España colabora activamente con la Junta Única de Resolución (JUR) para elaborar sus planes de resolución. Forma parte de quince equipos internos de resolución (IRT) y es miembro de siete colegios de resolución y de un grupo de gestión de crisis (CMG)<sup>6</sup> de entidades de crédito, así como de cinco colegios de resolución de cámaras de contrapartida central.

- **Determinación del requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos elegibles (MREL) para todas las entidades de crédito bajo su ámbito de actuación.** El Banco de España determina periódicamente el MREL que debe cumplir cada entidad de crédito menos significativa, calibrando sus distintos componentes en función de las características financieras y de la estrategia de resolución propuesta para cada una de ellas. Así, se establece el MREL para las entidades con estrategia de resolución, y este les permite cubrir tanto un nivel de pérdidas equivalente al capital exigido por el supervisor —componente de absorción de pérdidas (LAA, por sus siglas en inglés)— como un volumen suficiente para que la entidad pueda cumplir con los requerimientos prudenciales tras la resolución —componente de recapitalización (RCA, por sus siglas en inglés)—. En las entidades con estrategia de liquidación, en cambio, el MREL es equivalente al importe LAA, ya que, en caso de inviabilidad, esta se gestionaría mediante la aplicación de los procedimientos de insolvencia ordinarios. Además, el Banco de España es el encargado de implementar las decisiones del MREL establecidas por la JUR para las entidades de crédito bajo su responsabilidad.

<sup>6</sup> Los CMG son foros transfronterizos compuestos por las autoridades reguladoras, supervisoras y de resolución, creados para gestionar la inviabilidad de entidades de importancia sistémica mundial.

- **Evaluación de la resolubilidad de las entidades bajo su ámbito de actuación, adoptando medidas para la eliminación de obstáculos que impidan la resolubilidad**<sup>7</sup>. Tras una intensa primera fase, centrada en la elaboración de los planes de resolución e identificación de las áreas de mejora de las distintas dimensiones de la resolubilidad, los trabajos se centran ahora en aumentar el nivel de preparación operativa a través del testeo. En los últimos años, el Banco de España ha participado en los simulacros de resolución en tiempo real de dos grupos bancarios significativos y de una entidad de crédito menos significativa, así como en nueve *deep dives*, junto con otras autoridades de resolución y de supervisión, tanto nacionales como extranjeras. A partir de 2026, la participación en este tipo de pruebas se incrementará de manera significativa, tras la aprobación de un programa plurianual de pruebas, elaborado de forma individualizada para cada entidad de crédito.
- **Monitorización del cumplimiento del MREL de todas las entidades de crédito españolas.** El Banco de España se encarga de supervisar que todas las entidades mantengan una estructura financiera robusta y cuenten con una base suficiente y adecuada de instrumentos elegibles para satisfacer las exigencias regulatorias del MREL. Esta labor implica no solo verificar el cumplimiento de los requisitos mínimos, sino también evaluar periódicamente la calidad y composición de dichos instrumentos, así como su capacidad para absorber pérdidas en situaciones de crisis.
- **Asesoramiento sobre las políticas de resolución y, en particular, el análisis de impacto de las propuestas y cambios regulatorios.** El Banco de España evalúa las distintas iniciativas sobre resolución que se proponen a nivel internacional, elaborando informes técnicos y propuestas de mejora, y analizando de forma exhaustiva aspectos clave, como la liquidez y la capacidad de acceso a los mercados por parte de las entidades, así como el nivel de interconexiones existente en el sistema bancario.
- **Colaboración con organismos nacionales o internacionales en materia de estabilidad financiera y resolución.** Además de la necesaria coordinación diaria con el resto de las autoridades de resolución, particularmente con la JUR y con el FROB, la colaboración con organismos nacionales e internacionales, como la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) y el Consejo de Estabilidad Financiera, es esencial para garantizar un enfoque coordinado y coherente en materia de gestión de crisis.

## 4 Una década de aplicación: lecciones aprendidas de las crisis bancarias más recientes

Desde la constitución del Mecanismo Único de Resolución, se ha declarado la inviabilidad de varias entidades de crédito en la Unión Europea (UE). Dentro de la Unión Bancaria, varias

<sup>7</sup> Una entidad es resoluble si, en el caso de que cumplierse las condiciones para la resolución, puede procederse a su liquidación en el marco de un procedimiento concursal, o a su resolución haciendo uso de los diferentes instrumentos y competencias de resolución. En el análisis de resolubilidad se evalúan siete dimensiones, cada una de ellas compuesta de diferentes niveles y principios, que las entidades han de cumplir: gobernanza, absorción de pérdidas y recapitalización interna, financiación y liquidez en la resolución, continuidad operativa y acceso a las infraestructuras de mercado, sistemas de información de gestión, comunicación en resolución, y separabilidad y reorganización de las actividades tras la resolución.

de ellas fueron gestionadas aplicando los procedimientos de resolución. También se han producido crisis bancarias de envergadura fuera de la UE, incluyendo la de una entidad de importancia sistémica mundial (G-SIB). Si bien estas han sido de carácter tanto idiosincrásico como sistémico, y han obedecido a causas diversas, se han podido identificar patrones comunes que ponen de relieve la necesidad de continuar mejorando el marco normativo.

A continuación se señalan las características más relevantes de cada una de ellas y las principales lecciones aprendidas.

#### 4.1 Crisis bancarias en la Unión Bancaria

##### Banco Popular Español

La resolución del Banco Popular ha sido ampliamente interpretada como un caso emblemático dentro del, en aquel entonces, incipiente marco de resolución de la Unión Bancaria, tanto por el momento en que tuvo lugar —apenas dos años después de la creación de la Junta Única de Resolución (JUR)— como por su magnitud, pues se trataba de la sexta entidad del sistema financiero español por tamaño de balance. Sin embargo, más allá de su dimensión simbólica, el caso sirvió para poner a prueba los mecanismos diseñados para afrontar una crisis bancaria sin recurrir a recursos públicos, trasladando las pérdidas a los accionistas y acreedores, y sin recurrir a ayudas públicas.

Las dificultades financieras que atravesaba la entidad ya habían menoscabado de forma progresiva su situación de capital, requiriendo la dotación de elevadas provisiones ante el deterioro de los activos. No obstante, los acuciantes problemas de liquidez que venía enfrentando la entidad en los meses anteriores acabaron por detonar su inviabilidad. El 6 de junio de 2017, el Banco Central Europeo (BCE), en calidad de supervisor competente, determinó que la entidad no era viable o, en cualquier caso, que no iba a serlo en el futuro próximo, debido a su incapacidad para hacer frente a sus obligaciones de pago.

La entidad fue resuelta en un día, lo que requirió una actuación coordinada por parte de todas las autoridades involucradas (fundamentalmente la JUR, el BCE, el Banco de España, el FROB y la Comisión Europea)<sup>8</sup>. Fue vendida al Banco Santander tras el pertinente proceso de amortización y conversión de los instrumentos de capital, lo que permitió proteger la estabilidad financiera en España y en Portugal, garantizar la continuidad en la prestación de las funciones esenciales desarrolladas por la entidad, proteger a todos los depositantes, a los titulares de deuda sénior y a la clientela de la entidad, y evitar el efecto contagio a otras entidades, sin recurrir al uso de ayudas públicas o a los recursos del Fondo Único de Resolución (FUR)<sup>9</sup>.

8 El Banco Popular contaba con una filial en Portugal, por lo que también fue necesaria la coordinación con el Banco de Portugal para asegurar la aplicación efectiva del esquema de resolución y garantizar el éxito del procedimiento.

9 Tras la adquisición del Banco Popular, el Banco Santander realizó una ampliación de capital por un importe aproximado de 7.000 millones de euros, con el fin de poder hacer frente a las necesidades de capital originadas con la transacción.

Entre las lecciones más valiosas aprendidas se encuentra la importancia de los trabajos de preparación operativa para disponer de toda la información necesaria para asegurar la correcta valoración de la entidad en resolución y aplicar la herramienta de resolución más apropiada, atendiendo a la naturaleza de la crisis bancaria. En este sentido, se constató que, en las crisis bancarias causadas por problemas de liquidez, la herramienta de recapitalización interna no permite paliar por sí sola las fugas de depósitos causadas por la pérdida de confianza, y se hace necesario que la resolución prevea la inyección de liquidez por parte de un potencial comprador o, si este no se encontrase disponible, del FUR. Para estos casos, las herramientas de transferencia (venta de negocio, banco puente) se han demostrado más efectivas.

## Sberbank

La resolución del grupo bancario Sberbank trajo causa en las elevadas salidas de depósitos producidas en las filiales europeas, como consecuencia de la invasión de Ucrania y de las sanciones impuestas por parte de las autoridades europeas. La matriz del grupo, ubicada en Rusia, decidió no adoptar medidas para contener el deterioro de la liquidez de sus filiales europeas, lo que llevó al BCE a determinar la inviabilidad de estas el 28 de febrero de 2022<sup>10</sup>.

La JUR decidió aplicar temporalmente una moratoria, con el objetivo de frenar el rápido y significativo deterioro de la situación de liquidez, mientras diseñaba el esquema de resolución y se coordinaba con el resto de las autoridades nacionales de resolución para adoptar una estrategia conjunta. La adopción de esta medida supone aplicar una suspensión de pagos, incluyendo la imposición de límites a las retiradas de depósitos por parte de la clientela, por un período máximo de 48 horas. Por ello, este tipo de medidas tienen que ser siempre ponderadas de forma adecuada, pues deben contrastarse los beneficios logrados con la obtención de tiempo adicional para diseñar el esquema de resolución, particularmente ante crisis bancarias de rápida propagación, y el riesgo de generar pánicos bancarios que puedan acentuar las fugas de depósitos. La existencia de filiales en varios países europeos, cada una con unas características concretas, evidenció que la cooperación entre autoridades de resolución transfronterizas es fundamental, no solo en aquellos grupos bancarios con estrategia de múltiples grupos de entrada (MPE), sino también en aquellos con estrategia de punto único de entrada (SPE), pues las realidades jurídicas y operativas de cada entidad pueden ser diferentes, tanto por su propia naturaleza como por el momento temporal en que se produzca la inviabilidad.

## Otros casos

Además de los dos casos de resolución anteriores, en la Unión Bancaria se han producido otros casos de crisis que se han gestionado sin aplicar los procedimientos de resolución.

---

<sup>10</sup> Se determinó la estrategia de resolución (venta de negocio) para las filiales establecidas en Croacia, Eslovenia, Serbia y Bosnia-Herzegovina. En cambio, ante la ausencia de interés público, las filiales existentes en Austria, República Checa y Hungría fueron liquidadas conforme a los procedimientos concursales nacionales.

Un ejemplo es el caso de dos bancos letones, ABLV Bank y PNB Banka, entidades de crédito menos significativas (tamaños de balance de en torno a 3.600 millones de euros y 550 millones de euros, respectivamente), cuyas inviabilidades fueron declaradas el 23 de febrero de 2018 y el 15 de agosto de 2019, en ambos casos por problemas de solvencia. Las entidades fueron liquidadas conforme a los procedimientos ordinarios de insolvencia, sin necesidad, por tanto, de activar la resolución, al haberse determinado la inexistencia de interés público, en cuanto que no prestaban funciones esenciales y su liquidación no comprometía la estabilidad financiera. Se demostró así que, en determinados casos, particularmente en los de las entidades de tamaño muy reducido, la liquidación concursal permite cumplir con los objetivos de resolución al menos en igual medida que bajo el procedimiento de resolución bancaria.

De hecho, solo un número reducido de bancos de la Unión Bancaria han sido objeto de un proceso de resolución hasta la fecha. Por lo general, esto se debe a que sus crisis no han presentado un interés público que justifique la aplicación del mecanismo de resolución. No obstante, en algunos casos la inviabilidad se ha gestionado mediante intervenciones nacionales con apoyo público. En 2017, dos bancos medianos italianos —Banca Popolare di Vicenza y Veneto Banca— fueron declarados inviables. La JUR determinó que su resolución no era necesaria ante la ausencia de interés público, de modo que ambas entidades fueron liquidadas conforme al derecho italiano. Esta liquidación contó con amplio respaldo del Estado italiano: se aprobó un decreto de urgencia para aportar capital público, movilizándolo cerca de 4.800 millones de euros y hasta 12.000 millones de euros en garantías. Dicho apoyo permitió transferir los activos sanos de estas entidades al banco Intesa Sanpaolo por el precio simbólico de un euro.

De forma similar, otro banco italiano, el Monte dei Paschi di Siena, siguió aquel año una vía distinta a la resolución: tras evidenciarse un importante déficit de capital en pruebas de esfuerzo, la entidad fue recapitalizada de forma cautelar con apoyo público. Se consideró que el banco aún era solvente y podía reestructurarse sin necesidad de activar la resolución, por lo que las autoridades italianas, con la aprobación de la Comisión Europea, inyectaron capital público de manera preventiva.

Estas intervenciones nacionales —mediante recapitalizaciones cautelares o mediante liquidaciones ordenadas con fondos públicos— se llevaron a cabo respetando la normativa europea de ayudas de Estado de la Dirección General de Competencia de la Comisión Europea. No obstante, han suscitado debate sobre la coherencia del marco de resolución en la Unión Bancaria. En este sentido, conviene recordar que sigue vigente la Comunicación de la Comisión Europea de 2013 (*Diario Oficial de la Unión Europea*, 2013) sobre ayudas estatales al sector financiero, concebida originalmente como una provisión excepcional durante la crisis financiera y que, por ello, contiene criterios que podrían considerarse obsoletos o difíciles de conciliar con la filosofía del régimen de resolución vigente, basado en la premisa de la ausencia de apoyos con fondos estatales. Por ello, se considera oportuna la revisión y armonización de estas reglas iniciada por la Comisión Europea con objeto de preservar la consistencia del marco regulatorio.

## 4.2 Crisis bancarias fuera de la Unión Bancaria

### Crisis de la banca regional de Estados Unidos de 2023

En marzo de 2023, la banca regional de Estados Unidos se vio inmersa en fuertes turbulencias financieras como consecuencia de la pérdida de confianza de los mercados, originando pánicos bancarios y graves caídas en las cotizaciones. Silicon Valley Bank (SVB), una entidad de tamaño mediano (209.000 millones de dólares), sufrió una fuga de depósitos sin precedentes: más de 40.000 millones de dólares fueron retirados en 24 horas, lo que fue propiciado en buena medida por el efecto provocado por los mensajes en redes sociales, que alertaban sobre el grado de cobertura de estos depósitos por parte del sistema de garantía de Estados Unidos (FDIC). El contagio a otras entidades que contaban con una estructura de financiación similar fue inmediato (Signature Bank, First Republic Bank), llevando a las autoridades de Estados Unidos a aplicar la excepción de riesgo sistémico, que permite garantizar todos los depósitos bancarios<sup>11</sup>, sobre la que volveremos en el próximo epígrafe.

Más allá de los fallos en la gestión de riesgos por parte de las propias entidades, se puso de relieve, una vez más, que las crisis bancarias suelen estar relacionadas con debilidades en su solvencia o gobernanza, pero que generalmente la inviabilidad se acaba detonando por problemas de liquidez. Así pues, contar con mecanismos de liquidez suficientemente robustos resulta clave para poder resolver cualquier crisis, en especial aquellas sistémicas o de gran envergadura, que pueden implicar la necesidad de contar con recursos que vayan más allá de los disponibles en el FUR.

Estas crisis bancarias fueron resueltas a través de la aplicación de herramientas de transferencia, mediante la venta o —más comúnmente— mediante el establecimiento (y posterior venta) de un banco puente, poniendo así de manifiesto la prevalencia de este tipo de instrumentos como vía natural para resolver una entidad. En gran parte, esto se debe a la necesidad de dotar de confianza a los acreedores y, muy en especial, a los depositantes. Además, se evidenció que incluso las entidades consideradas de tamaño mediano podían provocar un gran efecto contagio e influir en la estabilidad financiera, lo que puso de relieve la conveniencia de trabajar en la planificación de la resolución de entidades no sistémicas y confirmó que la decisión de la Unión Bancaria de exigir a las entidades el cumplimiento del requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos elegibles para garantizar la financiación de la resolución incrementa la resiliencia del sistema bancario.

El aspecto probablemente más novedoso se encontraba en el efecto que la digitalización bancaria y las redes sociales tuvieron en las huidas masivas de los depositantes. Si bien los bancos en crisis en Estados Unidos no estaban sujetos a los requerimientos de liquidez establecidos en Basilea III, existen dudas sobre si las actuales ratios regulatorias exigidas a

---

11 Con carácter general, los sistemas de garantía de depósitos tienen que cumplir con la regla del *least cost test*, de manera que no pueden tomar medidas de resolución que sean más costosas que las que se hubieran tenido que afrontar en la liquidación. En el caso de Estados Unidos, la excepción de riesgo sistémico permite al FDIC no tener que cumplir con esta regla cuando existan efectos adversos graves sobre las condiciones económicas o la estabilidad financiera.

todas las entidades en la UE hubieran permitido gestionar una fuga de depósitos de tanta envergadura<sup>12</sup>. Por su parte, el papel que las políticas de comunicación de las autoridades de resolución pueden desempeñar en una crisis bancaria es hoy fundamental para tratar de contener los pánicos bancarios y evitar efectos adversos en los mercados, en cuanto que mantener la confianza es esencial para lograr solventar la crisis y evitar el efecto contagio.

### Credit Suisse

Credit Suisse era una entidad bancaria suiza, clasificada como G-SIB (con un tamaño de balance de en torno a 513.000 millones de euros), que fue vendida a su principal competidor en el país, UBS, el 19 de marzo de 2023, coincidiendo, por tanto, en el tiempo con la crisis de la banca regional de Estados Unidos. Una de las medidas adoptadas más polémicas fue la amortización de todos los instrumentos de capital de nivel 1 adicional (AT1) sin haber hecho lo mismo, previamente, con el capital ordinario de nivel 1 (CET1). De hecho, en los momentos iniciales, los mercados reaccionaron de forma negativa, con importantes caídas en los precios de los instrumentos de deuda computables como AT1. Sin embargo, es importante aclarar que, en realidad, nunca se produjo la apertura de un procedimiento de resolución, y el supervisor helvético (FINMA) nunca declaró formalmente la inviabilidad de Credit Suisse en los términos requeridos para que se iniciara un procedimiento de resolución<sup>13</sup>.

El caso de Credit Suisse muestra que el cumplimiento de los requerimientos de capital no siempre evita la incertidumbre sobre la situación de una entidad ni que se produzca una pérdida de confianza. Esto es una cuestión fundamental que se debe valorar en las próximas crisis bancarias cuando se plantee implementar la herramienta de recapitalización interna, pues, si bien esta posibilita que la entidad en resolución pueda cumplir los requisitos de solvencia, no permite lidiar con problemas de liquidez si no va acompañada de otras medidas.

### Getin Noble Bank (GNB)

GNB era un banco polaco, de tamaño mediano (en torno a 9.000 millones de euros de activo), que hacía frente a un prolongado deterioro de rentabilidad y capital, fundamentalmente por las pérdidas provocadas por los litigios relacionados con una importante cartera de préstamos hipotecarios en divisa, y por la negativa de su principal accionista a recapitalizar la entidad. El supervisor polaco declaró su inviabilidad el 29 de septiembre de 2022 y estableció como herramienta de resolución el banco puente (VeloBank), que fue financiado tanto por el propio sector bancario como por la autoridad de resolución polaca.

---

12 Fundamentalmente, la ratio de cobertura de liquidez, que mide la capacidad de la entidad para afrontar salidas de liquidez a corto plazo, y la ratio de financiación neta estable, que persigue que las entidades tengan una estructura de financiación estable a medio y largo plazo.

13 FINMA declaró que se había producido un «evento de inviabilidad», recogido en el clausulado de los instrumentos de AT1, puesto que la entidad necesitaba apoyo público extraordinario. Fue esto lo que permitió amortizar la totalidad del AT1 sin haber amortizado previamente el CET1, que es lo que habría ocurrido si la entidad hubiera entrado en resolución.

Este caso demostró la utilidad del banco puente para preservar las funciones esenciales de una entidad sin que los depositantes o los clientes de activo se vean afectados. No obstante, también encierra riesgos relacionados con las posibles salidas de depósitos tras la resolución. Otro punto destacado del caso fue el apoyo directo a la resolución por parte de las entidades bancarias del país<sup>14</sup>, como forma de evitar un contagio sistémico que ocasionara pérdidas mayores a corto y medio plazo, mediante la aportación de derramas extraordinarias para financiar las elevadas contribuciones a las que hubiera tenido que hacer frente el sistema de garantía de depósitos de Polonia en el caso de que GNB hubiera sido liquidado por los procedimientos ordinarios de insolvencia.

## 5 Retos y prioridades estratégicas

Las recientes crisis bancarias han mostrado que existen áreas de mejora y que deben fijarse prioridades para poder completar el marco normativo y solucionar los problemas identificados. Algunos de estos aspectos ya se han abordado en la reciente reforma del marco de gestión de crisis y de seguros de depósitos (*Crisis Management and Deposit Insurance Framework*, CMDI), que se desarrollará en el siguiente epígrafe.

A continuación, de forma complementaria a las lecciones aprendidas señaladas en el epígrafe anterior, se señalan las principales necesidades de mejora del marco actual de resolución europeo, indicando cuáles se espera que puedan ser abordadas con la entrada en vigor de CMDI.

- **Potencial extensión del régimen de resolución a un mayor número de entidades.** Si bien desde la entrada en vigor del Mecanismo Único de Resolución (MUR) se produjeron varios casos de resolución, también tuvieron lugar algunos casos de gestión de crisis de entidades medianas y pequeñas en los que se abordó su inviabilidad mediante procesos que, de manera excepcional, conllevaron algún tipo de apoyo público. Este hecho, que se quería evitar con la entrada en vigor del MUR, llevó a una reflexión sobre si era necesario reformar el marco actual para poder extender los procesos de resolución con mayores garantías, a un mayor número de entidades medianas y pequeñas (fundamentalmente las menos significativas, para las que con anterioridad era más complejo argumentar su interés público) y sin necesidad de usar ningún tipo de apoyo público. Si bien es una cuestión que deberá valorarse en cada país de la Unión Europea (UE) conforme a las características de sus entidades, la reforma de CMDI y su transposición a la normativa de los distintos países permitirá abordar este tema y ampliar las posibilidades de tratamiento de los casos de crisis de este tipo de entidades, como se detallará en el epígrafe correspondiente, al tiempo que aumentan en paralelo los fondos disponibles para la resolución.

---

<sup>14</sup> Los principales bancos privados polacos aportaron el 51 % de la financiación requerida, mientras que el 49 % restante fue aportado por la autoridad de resolución.

- **Financiar el requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos elegibles (MREL) por las entidades de tamaño mediano o pequeño.** En parte ligado con el punto anterior, se ha constatado que en algunas jurisdicciones las entidades medianas y pequeñas no siempre disponen de acceso a mercados para poder conseguir el MREL mediante instrumentos distintos del capital social (Ibáñez, Kruse, Pollos, Serena y Tarí, 2024). Si bien esta situación no se produce en todas las jurisdicciones, en aquellas que se ven afectadas por una menor profundidad de mercados y/o posibilidades de emisión de instrumentos de deuda, el capital social de las entidades tiene capacidad de absorción de pérdidas, pero no permitiría contribuir a recapitalizar las entidades en caso necesario.

Este hecho se ve agravado porque, aunque muchas entidades medianas y pequeñas tienen una estructura de financiación básicamente compuesta por fondos propios y depósitos, no es deseable la conversión de estos depósitos en procesos de resolución, por su capacidad de contagio indirecto. Ante esta disyuntiva, CMDI habilitará la posibilidad de usar los fondos de la industria disponibles en cada Fondo de Garantía de Depósitos nacional, para poder apoyar los procesos de resolución y/o salvar los posibles *gaps* que pudieran producirse entre la suma de los instrumentos financieros de las entidades que computan para el MREL y los instrumentos no computables para el MREL que pueden absorber pérdidas y/o contribuir a su recapitalización y el nivel mínimo para poder acceder al Fondo Único de Resolución (FUR) en caso necesario, establecido por la normativa en el 8 % del total de los pasivos y fondos propios de la entidad (TLOF, por sus siglas en inglés) para crisis de solvencia.

- **Completar la Unión Bancaria mediante el desarrollo del tercer pilar.** Aún sigue pendiente de desarrollo y aprobación el mecanismo europeo de seguro de depósitos (EDIS). En el punto anterior se cita cómo CMDI permite el uso de los fondos de garantía nacionales para apoyar la resolución. Si bien esta opción constituye una clara mejora respecto a la situación actual, la capacidad de apoyo a la resolución se verá limitada en la práctica por las cuantías de las que pueda disponer cada Fondo de Garantía de Depósitos nacional. La creación del tercer pilar de la Unión Bancaria, EDIS, permitiría hacer un uso mutualizado de los fondos disponibles en los sistemas de garantía de depósitos de todos los países de la Unión Bancaria, con lo que se eliminarían esos límites de capacidad a escala nacional y se contribuiría a lograr una mayor protección y posibilidades de mantener la estabilidad financiera, con independencia del país en el que se produjera la crisis.

Por ello, es importante superar las actuales reticencias políticas y avanzar en su consecución, especialmente en un momento en el que se constata que las entidades cada vez aumentan en mayor medida su actividad internacional, hasta alcanzar una presencia relevante en varios países de la Unión Bancaria, que tendrían que coordinarse para gestionar su inviabilidad en el caso de que se produjera (Laboureix, 2025). Mantener un enfoque basado en fronteras nacionales queda a mucha distancia de la realidad de la actividad bancaria en el contexto actual y puede implicar mayores dificultades para gestionar crisis en el futuro. De hecho, en un sistema de base amplia

en el que las responsabilidades de supervisión y resolución están centralizadas, el seguro de depositantes también debería mutualizarse, lo que permitiría además reducir aún más la fragmentación del mercado bancario.

- **Mejorar el marco de provisión de liquidez en resolución.** En numerosos casos de crisis, incluidos los episodios más recientes en Estados Unidos y Suiza, se ha constatado que, con independencia de su origen, los problemas de las entidades se materializan en crisis de liquidez, cuya velocidad se ha multiplicado de manera alarmante debido a los avances de la digitalización y las redes sociales. Si bien en la Unión Bancaria el FUR, que podría apoyar con liquidez en caso necesario, ya ha alcanzado su nivel objetivo, aún no cuenta con el respaldo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)<sup>15</sup>, que podría aportar fondos adicionales en caso necesario. Si se ratificara, el MEDE podría proporcionar una línea de crédito renovable de hasta 68.000 millones de euros, que casi duplicaría la capacidad de actuación del FUR en caso de una crisis sistémica grave. Los fondos que prestase el MEDE al FUR deberían ser devueltos mediante contribuciones posteriores de los propios bancos, para mantener la neutralidad fiscal para los Estados miembros.

En este contexto, existe el riesgo de que, si hubiese que hacer frente a crisis de liquidez de una entidad de gran tamaño o a varias crisis simultáneas de entidades de mediano tamaño, los fondos disponibles en el FUR podrían no ser suficientes para abordarlas con garantías. Si bien se está avanzando en paralelo con el Banco Central Europeo para garantizar el acceso a liquidez (bajo determinadas condiciones) a las entidades tras la resolución (Banco Central Europeo, 2026), sigue siendo necesario desarrollar algún mecanismo más ambicioso para poder abordar con garantías las crisis de liquidez de envergadura. Este aspecto es especialmente importante, ya que el propio diseño y disponibilidad de dicho sistema puede aportar la confianza y tranquilidad necesarias a los clientes bancarios para que no se produzcan salidas masivas de depósitos en casos de crisis, sin que llegue a ser necesario su uso. Hasta que se disponga de un nuevo mecanismo que aporte las garantías necesarias, la herramienta de venta en resolución ha mostrado su utilidad para afrontar crisis de liquidez, ya que las entidades adquirentes de mayor tamaño con una posición holgada de capital y liquidez contribuyen a recuperar de manera rápida la confianza en la entidad a la que se aplica la resolución.

- **Mejorar el marco actual para poder afrontar los casos de inviabilidad por factores operacionales.** Si bien la reciente adopción del reglamento DORA –*Digital Operational Resilience Act* (*Diario Oficial de la Unión Europea*, 2022)— sin duda contribuye a reforzar la resiliencia operativa de las entidades bancarias, no es totalmente descartable que

---

15 El MEDE es una organización intergubernamental establecida por los Estados miembros de la zona del euro en 2012. Su misión es permitir que los países del área del euro eviten y superen las crisis financieras y mantengan la estabilidad y prosperidad financieras a largo plazo. Lleva a cabo esta misión proporcionando préstamos y otros tipos de asistencia financiera a los Estados miembros. En otras palabras, el MEDE actúa como un «prestamista de último recurso» para los países de la zona del euro cuando no pueden refinanciar su deuda pública en los mercados financieros a tipos sostenibles.

pueda producirse algún caso de inviabilidad solo por los fallos operativos. La normativa actual de resolución se centra fundamentalmente en facilitar opciones para poder abordar las crisis de liquidez y solvencia, por lo que es necesario seguir avanzando en desarrollos normativos y en el trabajo de planificación de resolución para establecer de forma clara las posibilidades de actuación, por parte de las autoridades de resolución, en los casos en que la inviabilidad pudiera provenir exclusivamente de fallos operativos, con independencia de su origen (ciberataques, fallos internos en los sistemas de las entidades, etc.).

- **Incluir una excepción por riesgo sistémico.** Como se comentó anteriormente, en la crisis de la banca regional de Estados Unidos de 2023, las autoridades estadounidenses pudieron invocar una actuación especial («excepción de riesgo sistémico») que les permitió prescindir, en su actuación de respuesta a la crisis, de los tradicionales límites impuestos por la que se denomina «prueba del menor coste» (*least cost test*). Según esta regla, los fondos que pueden usar las autoridades de resolución en casos de crisis no deben ser mayores que lo que habría costado pagar los depósitos cubiertos en caso de liquidación de las entidades afectadas. La activación de esta actuación especial permite un mayor margen de maniobra para abordar casos excepcionales, en los que pueda verse afectada una entidad de gran tamaño o un cierto número de entidades de tamaño mediano, que den lugar a pensar que la crisis pueda extenderse de manera descontrolada al resto del sistema financiero. En cualquier caso, los fondos que se usen se recuperarían *a posteriori* mediante las contribuciones *ex post* que se recauden de la industria bancaria. Esta posibilidad no existe actualmente en la normativa europea y su inclusión permitiría disponer de garantías adicionales de actuación para abordar los casos de excepcional gravedad o magnitud.

Cabe también señalar a este respecto que la última evaluación al área del euro del Fondo Monetario Internacional, en el programa de evaluación de la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro, recomienda explícitamente introducir una exención por estabilidad financiera para el acceso al FUR (Fondo Monetario Internacional, 2025), de tal manera que se pueda recurrir a este en circunstancias de riesgo sistémico, sin exigir el cumplimiento de los límites señalados respecto al 8 % del TLOF, y proteger así a determinados acreedores más allá de lo ordinariamente previsto.

- **Armonizar en la UE los marcos normativos de insolvencia a escala nacional.** Si bien la adopción de la Directiva 2014/59/UE (*Bank Recovery and Resolution Directive*, BRRD) y de sus sucesivas actualizaciones, incluida la futura adopción de CMDI, permite alcanzar un alto grado de armonización de la normativa de resolución a nivel europeo, la legislación de insolvencia sigue siendo nacional, con importantes diferencias entre países. Su armonización permitiría alcanzar una homogeneidad mayor a escala europea en aspectos tan relevantes como la determinación del interés público de las entidades, ya que esta debe hacerse comparando si los objetivos de resolución se

alcanzan en mayor medida aplicando el marco de resolución (con alto grado de armonización a escala europea) o el marco de liquidación (no armonizado). Aparte, contribuiría a ofrecer una claridad mayor a los inversores sobre el posible tratamiento que se va a recibir en el caso de crisis de entidades en cualquier país europeo e, indirectamente, a apoyar el avance hacia el ansiado mercado de capitales único a nivel europeo.

- **Continuar con el aumento de la cooperación entre autoridades para grupos bancarios con presencia internacional**, de forma que pueda involucrarse con antelación suficiente no solo a las autoridades al cargo de las principales jurisdicciones en que opera cada grupo bancario internacional, sino también a aquellas autoridades que, sin formar parte de los denominados «grupos de gestión de crisis» (CMG, por sus siglas en inglés), puedan verse afectadas en sus jurisdicciones por los efectos de la crisis del grupo en cuestión. Este podría ser el caso si hay grupos presentes (mediante filiales o sucursales) que requieran de un reconocimiento, por parte de las autoridades al cargo, de las actuaciones de resolución que adopte la autoridad de resolución responsable del grupo, o en los casos en los que, sin contar con dicha presencia de sucursales o filiales, las interconexiones con el grupo bancario afectado puedan ser relevantes y conducir a un contagio indirecto a otros grupos bancarios.
- **Reconocer las medidas de resolución en terceros países.** Continuar con los trabajos en curso para asegurar la posibilidad de aplicación y reconocimiento en terceros países con plenas garantías de las decisiones de ejecución de resolución adoptadas en la UE cuando haya filiales y sucursales afectadas en dichos países. A este respecto, nuevamente el trabajo conjunto en los CMG es fundamental, así como la estrecha cooperación entre las autoridades para favorecer las actuaciones que puedan acomodar las diferencias existentes entre los distintos marcos jurídicos.

## 6 Implicaciones del paquete legislativo europeo de gestión de crisis y seguro de depósitos

En junio de 2025, tras un largo período de negociaciones entre los países miembros de la Unión Europea (UE), se alcanzó un acuerdo político para la adopción de la reforma del marco de gestión de crisis y de seguros de depósitos (*Crisis Management and Deposit Insurance Framework*, CMDI).

La reforma de CMDI conlleva la actualización de la Directiva 2014/59/UE (*Bank Recovery and Resolution Directive*, BRRD), del Reglamento (UE) n.º 806/2014 (SRMR) y de la Directiva 2014/49/UE (DGSD). Los textos finales se publicaron el 20 de abril de 2026.

**Esta reforma pretende mejorar la eficacia del marco actual para la gestión de crisis bancarias, en especial para las entidades medianas y de menor tamaño.** El marco actual prevé que, en caso de inviabilidad, los accionistas y acreedores de las entidades, según su rango de

subordinación, contribuyan a absorber las pérdidas y a financiar la ejecución de la estrategia de resolución de la entidad. El uso de fondos aportados por la industria bancaria está sujeto a límites bastante estrictos en la normativa actual —por ejemplo: existen condiciones de uso de los sistemas de garantía de depósitos (SGD), y se exige un mínimo de recapitalización interna (*bail-in*) del 8 % del total de los pasivos y fondos propios de la entidad (TLOF, por sus siglas en inglés) para poder acceder al Fondo Único de Resolución (FUR)—, que, especialmente en el caso de las entidades de mediano y pequeño tamaño, con mayor dificultad de acceso al mercado para emitir deuda, podría llegar a implicar en escenarios extremos la contribución a la recapitalización por parte de los depósitos no cubiertos.

Esta situación podría generar situaciones de inestabilidad financiera, implicar una pérdida de confianza de los depositantes y, por tanto, incentivar la adopción de medidas nacionales de gestión de crisis para evitar que dichos efectos puedan involucrar el uso de dinero de los contribuyentes. Aparte, si bien ya se han producido varios casos de resolución en distintos países de la UE, se ha observado que en algunos casos de crisis de entidades se ha optado por aplicar soluciones que, indirectamente, han conllevado algún tipo de apoyo público, cuestión que el nuevo marco de resolución quería evitar.

Para hacer frente a esta situación, CMDI:

- **Ofrece la posibilidad de incrementar el número de entidades a las que se podría aplicar la resolución en caso de crisis**, lo que extiende el análisis sobre si las entidades realizan funciones esenciales al ámbito regional, frente al ámbito nacional al que se constreñía este análisis con anterioridad. Se consideran funciones esenciales desarrolladas por las entidades de crédito las actividades, servicios u operaciones cuya interrupción, debido a la inviabilidad de la entidad, probablemente causaría una disrupción en la economía real o en la estabilidad financiera.
- **Facilita el acceso a fuentes de financiación adicionales a las disponibles por las entidades** —el requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos elegibles (MREL) e instrumentos no computables para el MREL con capacidad para absorber pérdidas y recapitalizar las entidades— para abordar la resolución y, más concretamente, a los SGD nacionales, lo que facilitaría a su vez poder acceder al FUR en caso necesario. Este aspecto es fundamental, ya que, si se produce un aumento del número de entidades a las que se aplicaría la resolución, será necesario contar con fuentes de financiación adicionales para poder hacer frente con garantías a ese ámbito extendido, máxime cuando se tratará de entidades que no siempre tienen acceso a mercados para poder emitir deuda y obtener el MREL, o los instrumentos necesarios para poder abordar su resolución con garantías (Restoy, 2025).
- **Asegura la disponibilidad de medidas eficaces y consistentes** (medidas preventivas y alternativas), aparte de las ya disponibles en el marco de resolución. Al igual que en el caso anterior, es fundamental poder contar con fuentes adicionales de financiación, aparte de los recursos de que dispongan directamente las entidades, para aplicar, con

eficacia, medidas preventivas que eviten llegar a una situación de resolución, o medidas alternativas que permitan transferir al menos los depósitos cubiertos a otra entidad.

- **Incrementa las posibilidades y expectativas para la oportuna declaración de situaciones de inviabilidad por parte de las autoridades**, promueve una mejor cooperación entre ellas, fundamentalmente entre las autoridades de supervisión y las de resolución, y contribuye a clarificar las posibilidades de aplicación de medidas de intervención temprana (EIM) por parte de los supervisores.

**La reforma de CMDI implicará un aumento del papel de los SGD en la gestión de crisis de entidades de crédito**, por sus capacidades de intervención para adoptar medidas preventivas de crisis, para aportar fondos en resolución y/o para complementar con sus fondos la adopción de medidas alternativas a la liquidación tradicional, lo que conllevará unas mayores necesidades de cooperación e interacción entre las autoridades de resolución y las autoridades responsables de los SGD, siempre que ambas responsabilidades recaigan en distintas instituciones.

Las medidas preventivas consisten en apoyos financieros facilitados por los SGD que deben emplearse de forma temprana para evitar el deterioro de la situación financiera de una entidad de crédito. Las medidas alternativas consisten en apoyos financieros que se pueden aplicar en caso de insolvencia, si bien en este caso el SGD solo puede utilizarse para financiar la transferencia de depósitos sin cobertura y otros pasivos no garantizados a un receptor si la transferencia es estrictamente necesaria y proporcionada para evitar el contagio, si la transferencia maximiza el valor de los activos en el momento de la venta o si la preservación de las relaciones con los clientes mantiene la confianza.

La posibilidad de uso de los fondos de los SGD para adopción de medidas preventivas, que se tomarían con anterioridad a una potencial declaración de inviabilidad (*failing or likely to fail*, FOLTF), lleva una serie de condiciones aparejadas, que incluyen la aplicación de la regla del *least cost test*, que en CMDI implicará que los fondos de los SGD que se usen para resolución no deben ser superiores al coste para el SGD de pagar los depósitos cubiertos (garantía de hasta 100.000 euros) en un proceso de liquidación. Entre ellas destacan:

- la entidad beneficiaria deberá presentar un programa con medidas para asegurar el cumplimiento de los requisitos de las autoridades de supervisión, e incluir en él acciones para mitigar el riesgo de deterioro y una estrategia de salida para devolver el apoyo recibido;
- la entidad deberá presentar un plan de reorganización de negocio en un plazo de seis meses desde que reciba el apoyo financiero inicial, y,
- si la entidad incumple los compromisos asumidos en el programa citado en el primer punto o en el plan de reorganización del negocio, deberá presentar un plan de remediación. Si este no fuera creíble o factible, o la entidad no lo cumpliera, no se

podrían adoptar más medidas preventivas y debería evaluarse si la entidad está en una situación de FOLTF.

Por otro lado, las posibilidades de uso de los SGD respecto a las distintas herramientas de resolución en CMDI incluyen, respetando siempre la regla del *least cost test*:

- en caso de aplicar *bail-in*, podrían contribuir a la recapitalización en lugar de los depósitos cubiertos, y,
- en caso de aplicar herramientas de transferencia, podrían contribuir para cubrir la diferencia entre los activos que se traspasen y el importe de los depósitos cubiertos, lo que permite lograr una neutralidad de impacto en los requerimientos de capital para la entidad adquirente. Dicha contribución estaría en principio limitada al 62,5 % de la cuantía objetivo del SGD.

**El uso de los SGD en resolución puede abordarse para facilitar el acceso al FUR en caso necesario**, lo que se conoce como *bridge the gap*, tras la contribución a la absorción de pérdidas y a la recapitalización por parte de los accionistas y acreedores de la entidad por un importe mínimo del 8 % del TLOF, siempre que fuese necesario para no afectar a los depositantes (cubiertos y no cubiertos que no computen para el MREL) de la entidad afectada. No obstante, para poder contribuir al *bridge the gap* se exige respetar siempre la regla del *least cost test* en el uso de los fondos de los SGD, así como una serie de condiciones, como que:

- la entidad haya estado propuesta para resolución en los dos últimos años en los planes de resolución;
- las entidades para las que se proponen las herramientas de transferencia deben estar sujetas a unos niveles mínimos del MREL, que en la Unión Bancaria serán del 16 % de los activos ponderados por riesgo y del 4,75 % de la medida total de exposición, y, además, deben haberlos cumplido durante un período mínimo de tiempo antes de la declaración de FOLTF;
- todos los instrumentos computables para el MREL han debido contribuir con anterioridad a la absorción de pérdidas y recapitalización de la entidad y, para acceder al FUR, sería necesario que contribuyesen también los depositantes no cubiertos que no computen para el MREL;
- el uso de los fondos del SGD para el *bridge the gap* debe conllevar la salida del mercado de la entidad asistida, para mitigar los efectos derivados que afecten a la competencia y/o que conlleven riesgo moral;
- el uso de los fondos del SGD para el *bridge the gap* se limita a las entidades con un balance inferior a 80.000 millones de euros (entidades medianas y pequeñas), para evitar que el FUR tenga que hacer contribuciones de elevada cuantía, y

- se imponen también unos límites de contribución de fondos del SGD, como un porcentaje de su nivel objetivo (62,5 %) y una proporción sobre el TLOF de las entidades afectadas (2,5 %), si bien este último requisito se aplicaría si las entidades tuvieran un tamaño entre 30.000 millones y 80.000 millones de euros.

El marco CMDI también contempla la posibilidad de usar los SGD si el FUR ya hubiera contribuido por una cuantía equivalente al 5 % del TLOF y todavía fuese necesario hacer aportaciones para no afectar a los depositantes, si bien esto solo ocurriría en casos muy extremos.

**Otra posibilidad que contempla CMDI es el uso de los SGD para la adopción de medidas alternativas**, en los casos de entidades para las que se haya determinado que están en FOLTF, para las que no haya medidas alternativas que impidan su inviabilidad y en las que se considere que tienen interés público negativo. No obstante, en dichos casos el uso de los SGD no debería computarse para permitir el acceso al FUR, esto es, no pueden usarse para acometer el *bridge the gap*. En este caso, las condiciones que hay que observar contemplan que la autoridad nacional relevante deba justificar el uso de los SGD para financiar una transferencia de pasivos distintos de los depósitos cubiertos en función de la necesidad de prevenir el contagio, maximizar el valor y preservar la relación banco-cliente para mantener la confianza. Además, la transferencia de fondos propios, deuda subordinada y deuda sénior no preferente no puede ser financiada por el SGD.

Cabe señalar que el uso de los SGD estará sujeto al régimen de ayudas de Estado de la Dirección General de Competencia de la Comisión Europea en la medida en que se considere que la decisión sobre su uso, aun siendo fondos procedentes del sector privado, está sujeta a una decisión de la Administración Pública. La actual Comunicación bancaria de la Dirección General de Competencia de la Comisión Europea establece que las ayudas públicas solo se permiten si son necesarias para evitar una disrupción grave en la economía, y su concesión está sujeta a una condicionalidad del reparto de las pérdidas y de la contribución a la recapitalización por parte de los accionistas y acreedores subordinados, así como a la presentación de planes de reestructuración y de obtención de capital y restricciones de competencia, entre otras cuestiones.

La normativa actual considera ayudas públicas incluso el uso de fondos privados cuando la decisión sobre su uso proviene de la Administración Pública, lo que se aplica para el caso de uso del FUR y, dependiendo de la configuración de los SGD en los Estados miembros, podría aplicarse al uso de los fondos de dichos SGD. En la práctica, esta interpretación sobre lo que se considera ayuda pública puede conllevar, según los casos, una complejidad práctica y de procedimientos añadida para poder movilizar el uso de los fondos de los SGD y/o del FUR, cuando el marco de resolución actual ya incluye toda una serie de condiciones estrictas para su uso, algunas de las cuales se solapan o van incluso más allá de lo que establece la citada comunicación.

Este régimen de ayudas del Estado entra, tras la aprobación de CMDI, en una fase de adaptación, probablemente con la intención de mejorar su alineación con el marco de

resolución. Sería deseable que limitase su aplicación, en lo posible, estrictamente al uso de fondos estatales, posibilidad remota en el marco de resolución actual, y no tanto al uso de fondos privados mediante la decisión de las Administraciones Públicas, para poder agilizar los procedimientos relacionados con los procesos de resolución si se usan los fondos de los SGD y/o del FUR.

La extensión de las posibilidades de uso de los SGD que permite CMDI para la gestión de crisis ha suscitado alguna preocupación puntual en la industria bancaria por la adecuación de sus recursos y el potencial aumento de los costes para el sistema bancario. No obstante, a este respecto cabe señalar que:

- el uso de los fondos de los SGD para intervenciones más allá del pago de depósitos cubiertos en casos de liquidación suele minimizar el coste de las crisis bancarias para todas las partes interesadas implicadas, incluido posiblemente el propio SGD;
- como garantía de eficiencia en el uso de los fondos aportados por la industria a los SGD, deben aplicarse toda una serie de condiciones, ya mencionadas anteriormente, entre las que destaca la regla del *least cost test*. CMDI homogeniza la forma de cálculo de esta regla, frente a las complejidades que tiene el cálculo actual, fijando la cifra de depósitos cubiertos como la cuantía máxima de aportación por los SGD, lo cual otorga más visibilidad *ex ante* al margen de actuación de que se dispone, y,
- además, la posibilidad de un uso más amplio de los fondos de los SGD contribuiría claramente a aumentar la confianza pública en las entidades de crédito y a mantener la estabilidad financiera. En último término, esto podría redundar incluso en una reducción de los costes de financiación de los bancos.

El incremento de la cooperación entre las autoridades de supervisión y las de resolución imbuido en CMDI también constituye una garantía adicional para que se determinen de manera oportuna las situaciones de FOLTF. Esto evita postergar las actuaciones en las situaciones de crisis de manera que se eluda consumir la totalidad o casi totalidad del capital de las entidades, porque ello conllevaría unas mayores necesidades de recapitalización *a posteriori* por parte de los acreedores de la entidad afectada y/o de los fondos de garantía de depósitos y/o de los fondos de resolución.

Otros cambios relevantes incluidos por CMDI afectan a las siguientes áreas:

- Modificación de la jerarquía de los depósitos en insolvencia. Actualmente, figuran *pari passu* con mayor prelación los depósitos cubiertos y el SGD cuando sea acreedor; a continuación, los depósitos no cubiertos de personas físicas y pymes, y, después, el resto de los depósitos. Con CMDI se distingue, de mayor a menor preferencia, entre los depósitos cubiertos por el SGD, *pari passu* con el propio SGD, los no cubiertos pertenecientes a pymes y personas físicas e instituciones públicas no sofisticadas, y el resto de los depósitos. Podría haber incluso una cuarta categoría

de depósitos conformada por aquellos que computasen para el MREL. Para este último caso se exige que dichos depósitos cumplan una serie de condiciones, como son el que no pertenezcan a clientes *retail* o pymes, el tradicional requisito de tener una duración residual de más de un año, que incluyan claramente en su clausulado que sirven para cumplir el MREL y que no están cubiertos por el SGD, y, además, deben obtener una autorización previa por parte de las autoridades de resolución para su cómputo.

- Respecto a la gobernanza del MUR, la Sesión Ejecutiva de la JUR debe consultar al Plenario antes de adoptar guías, instrucciones generales y otros estándares de aplicación general en el ámbito del MUR. Además, el vicepresidente de la JUR pasará a tener voto.
- Se incluye un listado de los casos de apoyo público extraordinario fuera de resolución en los artículos 32.c de la BRRD y 18.a del SRMR. Se aclara que las medidas preventivas adoptadas con los fondos de los SGD que se consideren ayuda pública no constituyen un desencadenante de la decisión de FOLTF. Por otra parte, se incluyen los detalles sobre las características que se deben cumplir por la recapitalización precautoria.
- En relación con las EIM, se aumenta la seguridad jurídica y se evitan los solapamientos entre las EIM y los poderes de supervisión recogidos en la Directiva 2013/36/UE (CRD), manteniendo al tiempo una escalada de medidas (véanse artículos 27-29, BRRD). Se promueve y fortalece la coordinación entre las autoridades competentes de supervisión y las autoridades de resolución (véanse artículo 30a, BRRD, y artículo 13c, SRMR). Además, se incluye una nueva medida consistente en otorgar poder para exigir a la entidad que elabore un plan voluntario de desmantelamiento.
- Se refuerza la cooperación entre las autoridades de supervisión y las autoridades de resolución para evitar una declaración tardía de la decisión de FOLTF y asegurarse de que las autoridades de resolución puedan prepararse con suficiente antelación para una posible resolución.

Respecto al calendario previsto de adopción del paquete CMDI, se permite un período de transposición hasta abril de 2028, si bien algunas disposiciones que afectan a la actualización del SRMR se aplicarán ya desde el segundo trimestre de 2026.

La Comisión Europea también pretende publicar un informe sobre el mercado único bancario en 2026, que incluiría una hoja de ruta para completar la Unión Bancaria. También se espera que dicho informe incluya posibles vías de simplificación del marco normativo actual, con aspectos relacionados con la resolución. Respecto a este último punto, cabe señalar que, con independencia de dicho informe, las autoridades de resolución de la Unión Bancaria llevan tiempo trabajando en la adopción de medidas para simplificar el marco actual, como son la simplificación de los planes de resolución, el *reporting* de las entidades y la simplificación de algunos procedimientos, entre otras.

## 7 Conclusiones

A pesar de que el Mecanismo Único de Resolución (MUR) es relativamente reciente, se ha logrado un avance muy significativo en sus primeros diez años de historia. El trabajo conjunto entre las autoridades de resolución y las entidades en la planificación de resolución ha permitido que las entidades logren notables avances en resolubilidad y alcancen sus objetivos del requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos elegibles en este período, así como un grado de preparación considerable para afrontar los casos de crisis en el futuro, lo que contribuye a garantizar la estabilidad financiera, a evitar impactos significativos de los casos de crisis en la economía real y a salvaguardar el dinero de los contribuyentes. Asimismo, en este período el Fondo Único de Resolución, que se nutre de las aportaciones de las entidades, ha alcanzado su nivel objetivo, con un patrimonio aproximado de 81.000 millones de euros, lo que permitiría reforzar el uso de las herramientas de resolución en caso necesario y si se cumplen las condiciones para ello.

En estos primeros diez años, el MUR fue puesto en práctica en dos casos de crisis de entidades significativas (Banco Popular y Sberbank), así como en varios casos de entidades menos significativas, habiéndose alcanzado en todos ellos los objetivos de resolución y, por tanto, evitado las históricas consecuencias negativas de los rescates públicos. Incluso en otras jurisdicciones, casos de crisis recientes, como los ocurridos en 2023 en Estados Unidos, han puesto de manifiesto la importancia de extender el marco de resolución a las entidades que en principio no se consideraban sistémicas, pero que han acabado siéndolo en inviabilidad por su capacidad de contagio al resto del sistema.

A pesar de todos estos logros, aún queda margen de mejora en determinados ámbitos, parte de los cuales serán abordados con la reforma del marco de gestión de crisis y de seguros de depósitos, que constituye un paso importante en la dirección correcta, pero aún no suficiente para conseguir tener un marco de resolución realmente sólido. Como principales aspectos pendientes, cabe destacar la necesidad de implementar el tercer pilar de la Unión Bancaria, el mecanismo europeo de seguro de depósitos, y seguir trabajando para reforzar la provisión de liquidez en resolución en caso necesario, mediante la aprobación del *backstop* del Mecanismo Europeo de Estabilidad y el desarrollo de potenciales alternativas que permitan incrementar los fondos disponibles, en especial a la vista de lo ocurrido en los casos de crisis recientes. Asimismo, se debería valorar en profundidad la posibilidad de habilitar una excepción de riesgo sistémico para poder lidiar con los casos de excepcional gravedad, así como trabajar en la armonización de los marcos nacionales de insolvencia en la Unión Europea. Por último, habrá que seguir avanzando en la cooperación con las autoridades de terceros países y en obtener también mayor certidumbre legal en ejecución de resolución en terceros países y, por último, seguir reforzando la prevención y preparación para todos los casos de crisis que puedan estar relacionados con problemas operativos.

Si bien la tarea pendiente no es menor, se ha conseguido mucho con el camino recorrido y en un espacio relativamente corto de tiempo. Gracias a ello, hoy disponemos de un sistema financiero más sólido y, con este, de unas mayores garantías de estabilidad financiera y

soporte a la economía real, a la vez que se protege el dinero de los contribuyentes, en claro contraste con lo ocurrido en crisis anteriores al establecimiento del MUR. Esperemos que estos logros sirvan de inspiración para poder seguir avanzando en los aspectos citados.

## BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central Europeo. (2026). *ECB amends monetary policy implementation guidelines*. [Nota de prensa]. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2026/html/ecb.pr260127~8dc0530a30.en.html>
- Consejo de Estabilidad Financiera. (2011). *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*. [https://www.fsb.org/uploads/r\\_111104cc.pdf](https://www.fsb.org/uploads/r_111104cc.pdf)
- Consejo de Estabilidad Financiera. (2024). *The importance of resolution planning and loss-absorbing capacity for banks systemic in failure*. <https://www.fsb.org/2024/11/the-importance-of-resolution-planning-and-loss-absorbing-capacity-for-banks-systemic-in-failure-public-statement/>
- Consejo de Estabilidad Financiera. (2026). *2025 Resolution Report. From Plans to Practice: Operationalising Resolution*. <https://www.fsb.org/uploads/P210126-1.pdf>
- Croitoru, Oana, Marc Dobler y Johan Molin. (2018). "Resolution Funding: Who Pays When Financial Institutions Fail?". Technical notes and manuals, 18/01, International Monetary Fund. <https://www.imf.org/-/media/files/publications/tnm/2018/tnm1801.pdf>
- Diario Oficial de la Unión Europea*. (2013). Comunicación de la Comisión sobre la aplicación, a partir del 1 de agosto de 2013, de la normativa sobre ayudas estatales a las medidas de apoyo en favor de los bancos en el contexto de la crisis financiera. C216, 30 julio, pp. 1-15. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=celex:52013XC0730\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=celex:52013XC0730(01))
- Diario Oficial de la Unión Europea*. (2022). Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero y por el que se modifican los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009, (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 600/2014, (UE) n.º 909/2014 y (UE) 2016/1011. L333/1, 27 diciembre. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R2554>
- Diario Oficial de la Unión Europea*. (2026). Directiva (UE) 2026/804 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de marzo de 2026, por la que se modifica la Directiva 2014/49/UE en lo que respecta al alcance de la protección de los depósitos, la utilización de los fondos de los sistemas de garantía de depósitos, la cooperación transfronteriza y la transparencia. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:L\\_202600804](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202600804)
- Diario Oficial de la Unión Europea*. (2026). Directiva (UE) 2026/806 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de marzo de 2026, por la que se modifica la Directiva 2014/59/UE en lo que respecta a las medidas de actuación temprana, las condiciones de resolución y la financiación de las medidas de resolución y la Directiva 2014/24/UE en lo que respecta a los servicios de valoración en caso de resolución. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=OJ:L\\_202600806](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=OJ:L_202600806)
- Diario Oficial de la Unión Europea*. (2026). Reglamento (UE) 2026/808 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de marzo de 2026, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 806/2014 en lo que respecta a las medidas de actuación temprana, las condiciones de resolución y la financiación de las medidas de resolución. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:L\\_202600808](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202600808)
- Fondo Monetario Internacional. (2025). *Euro Area Policies: Financial System Stability Assessment*. IMF Staff Country Report, 25/203. <https://doi.org/10.5089/9798229017923.002>
- Ibáñez, Lucía, Miguel Kruse, María Pollos, José María Serena y Miquel Tarí. (2024). "El sector bancario del área del euro ante los requerimientos MREL: ¿un reto para los bancos medianos?". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 46, primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/36635>
- Laboureix, Dominique. (2025). "Towards a simpler, stronger Banking Union". *The Eurofi Views Magazine*, September 2025, p. 166. <https://www.srb.europa.eu/en/content/towards-simpler-stronger-banking-union-eurofi-article-srb-chair-dominique-laboureix>
- Restoy, Fernando. (2025). *Can MREL be lower?* EFDI 2025 Annual International DGS Conference, Madrid, 6 June. <https://www.bis.org/speeches/sp250606.htm>

## Cómo citar este documento

Concepción, Alberto, y Miguel Kruse. (2026). "Diez años de resolución bancaria en Europa: evolución, lecciones aprendidas y retos futuros". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 50, primavera. <https://doi.org/10.53479/43308>

# HACIA UNA CULTURA DE RESPONSABILIDAD: EL PAPEL DE LOS INDIVIDUOS EN LA DIRECTIVA EUROPEA DE REQUERIMIENTOS DE CAPITAL TRAS LAS ÚLTIMAS MODIFICACIONES

M.<sup>a</sup> del Mar Cachá Acosta

BANCO DE ESPAÑA

<https://doi.org/10.53479/43309>

La autora pertenece a la Secretaría General y agradece los comentarios recibidos de Javier Priego, Marcos Posada y Luis Mohedano, así como de Cécile Meys (Banco Central Europeo) y un evaluador anónimo. Dirección de correo electrónico para comentarios: [mar\(dot\)cache\(at\)bde\(dot\)es](mailto:mar(dot)cache(at)bde(dot)es).

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

### Resumen

Este artículo examina cómo la Directiva 2013/36/UE<sup>1</sup>, que se conoce como Directiva Europea de Requerimientos de Capital (en adelante, la Directiva) y, en particular, su última modificación mediante la Directiva (UE) 2024/1619<sup>2</sup>, refuerza la gobernanza de las entidades de crédito en la Unión Europea (UE) al poner el acento en aspectos esenciales de los regímenes de responsabilidad individual ya presentes en algunos ordenamientos nacionales. Se analizan los elementos clave presentes en la Directiva destinados a fortalecer la rendición de cuentas de los ejecutivos responsables de la gestión y el control del negocio bancario, tales como el documento de asignación de funciones, las declaraciones individuales de responsabilidad y el régimen de idoneidad. La reforma se contextualiza además con experiencias comparadas en otros países, en particular el *Individual Accountability Framework* en Irlanda. Con base en esta comparación, el artículo aborda las posibles diferencias que pueden existir entre los Estados miembros tras la transposición de la Directiva (UE) 2024/1619, así como la cuestión de si la reforma logrará avanzar hacia un marco regulador más armonizado, previsible y simplificado que facilite la labor supervisora y reduzca cargas innecesarias de acuerdo con el principio de simplificación.

**Palabras clave:** directiva de capital, gobernanza, responsabilidad individual, rendición de cuentas, idoneidad.

## 1 Introducción

La efectividad de la gobernanza de las entidades de crédito depende en gran medida del compromiso y la responsabilidad de las personas que las integran. Son los individuos quienes toman decisiones, gestionan los riesgos y velan por el cumplimiento de la normativa y de las buenas prácticas. La crisis financiera de 2008 puso de manifiesto importantes fallos de gobernanza en las entidades de crédito. En particular, en los grandes bancos las decisiones se adoptan en múltiples niveles y, con frecuencia, en órganos colegiados, lo que favorece la dilución de responsabilidades y dificulta la atribución de responsabilidades a individuos concretos.

Como respuesta a estas deficiencias, algunos países desarrollaron regímenes regulatorios orientados en específico a fortalecer la rendición de cuentas individual de los ejecutivos de las

1 Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.

2 Directiva (UE) 2024/1619 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2024, por la que se modifica la Directiva 2013/36/UE en lo referente a las facultades de supervisión, las sanciones, las sucursales de terceros países y los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza.

entidades de crédito, que posteriormente se extendieron a otros sectores. El *UK Senior Managers and Certification Regime* (Financial Conduct Authority, 2019) y el *Irish Individual Accountability Framework* (Banco Central de Irlanda, 2023a) son ejemplos de regímenes autónomos en Europa que abordan la responsabilidad individual en las entidades de crédito. En general, estos sistemas comparten tres elementos básicos:

- la delimitación de funciones o cometidos esenciales para el buen funcionamiento de las entidades y el establecimiento de estándares mínimos exigibles a los ejecutivos responsables;
- la obligación de elaborar un documento de asignación de funciones y declaraciones individuales de responsabilidad para los sujetos afectados, y
- la posibilidad de exigir responsabilidad directa a las personas sujetas al régimen en caso de deficiencias en sus áreas de competencia, salvo que demuestren haber adoptado medidas razonables para prevenir las infracciones.

Por su parte, y también como reacción a la crisis financiera de 2008, la Unión Europea (UE) ha reforzado de forma progresiva los requisitos de gobernanza de las entidades de crédito previstos en la Directiva. Esta ha evolucionado desde el establecimiento de principios generales hacia la definición de requisitos específicos, especialmente en lo que respecta a las personas responsables de la gestión y el control de las entidades. Se pone énfasis creciente en asegurar que las entidades dispongan de estructuras organizativas sólidas, con funciones de control bien definidas e independientes, y que tanto los miembros del órgano de administración<sup>3</sup> como los directivos posean las cualidades necesarias para llevar a cabo sus funciones, cuenten con incentivos adecuados, cumplan las expectativas supervisoras y rindan cuentas por sus decisiones.

Aunque la Directiva no configura un régimen autónomo y completo de responsabilidad individual comparable a los existentes en algunos ordenamientos nacionales, sí incorpora un conjunto relevante de disposiciones destinadas a reforzar la conciencia de responsabilidad de las entidades y de sus gestores. Estas previsiones persiguen, por un lado, fomentar una cultura de riesgo adecuada y, por otro, dotar a los supervisores de herramientas que les permitan evaluar con mayor precisión los procesos de toma de decisiones y actuar de manera temprana cuando resulte necesario. Entre estas disposiciones destacan, en particular:

- la identificación de roles y la asignación clara de funciones y responsabilidades en las entidades de crédito que permitan delimitar claramente quién toma decisiones, quién las supervisa y, en consecuencia, quién responde ante posibles incumplimientos;

---

<sup>3</sup> En este artículo se empleará la expresión «órgano de administración» en lugar de «órgano de dirección» (utilizada en la versión española de la Directiva), con el fin de evitar confusiones cuando se haga referencia a la expresión «en su función de dirección».

- un régimen de evaluación de idoneidad<sup>4</sup> para garantizar que no solo los miembros del órgano de administración sino todas las personas que ocupan funciones relevantes poseen las competencias, experiencia e integridad necesarias, y
- la atribución a los supervisores de una amplia gama de poderes coercitivos sobre las personas en caso de que se detecten incumplimientos que comprometan la buena gobernanza o la estabilidad financiera.

El artículo se organiza en seis epígrafes, precedidos por esta introducción. El segundo de ellos examina la estructura organizativa y el papel del órgano de administración, la alta dirección y los titulares de funciones clave. El tercero detalla el régimen de idoneidad. El cuarto analiza otros instrumentos relevantes de los regímenes de rendición de cuentas y el quinto se centra en las facultades coercitivas y supervisoras con que cuentan los supervisores en este ámbito. El artículo termina con unas breves conclusiones.

El contenido del presente artículo se centra exclusivamente en las entidades de crédito, si bien las previsiones de la Directiva son también de aplicación a las sociedades financieras de cartera y las sociedades financieras mixtas de cartera sujetas a aprobación de acuerdo con el artículo 21 *bis* de la Directiva, así como a las empresas de inversión sujetas al título VII de la Directiva en aplicación del artículo 1, apartados 2 y 5, del Reglamento 2019/2033/UE<sup>5</sup>.

A lo largo del artículo, las referencias a la Directiva deben entenderse hechas a la Directiva 2013/36/UE. Las referencias a CRD VI aluden específicamente a la Directiva (UE) 2024/1619, por la que se modifica la Directiva 2013/36/UE. Cuando se haga referencia al régimen aplicable con anterioridad a dicha modificación, se indicará de forma expresa. Asimismo, las menciones a la *Guía sobre gobierno interno* y a la *Guía sobre idoneidad* —ambas actualmente en consulta— corresponden, respectivamente, al borrador de las *Directrices sobre gobierno interno*, de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) (EBA, 2025), y al borrador de las *Directrices conjuntas sobre la evaluación de la idoneidad de los miembros del órgano de administración y de los titulares de funciones clave*, de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) y la EBA (ESMA y EBA, 2026).

4 Puede sostenerse que el régimen de evaluación de idoneidad no constituye, en sentido estricto, un componente del régimen de rendición de cuentas, sino un pilar autónomo dentro de un marco integral de buen gobierno que tiene por finalidad asegurar *ex ante* que los máximos responsables del negocio bancario cumplan con los requisitos de competencia, integridad y solvencia necesarios para su desempeño. Los instrumentos de rendición de cuentas, en cambio, operan fundamentalmente *ex post*, orientados a supervisar y exigir responsabilidad por la conducta, el desempeño y el cumplimiento de obligaciones una vez asumido el cargo. No obstante, ambos sistemas presentan una clara interdependencia estructural: la idoneidad inicial pierde eficacia sin un marco sólido de supervisión y responsabilidad individual, mientras que exigir responsabilidad individual resulta insuficiente si no se aseguran previamente la aptitud y calidad de quienes ocupan los puestos. Por este motivo, el presente análisis aborda ambos elementos de manera conjunta, en cuanto aspectos complementarios de un mismo marco.

5 Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión, y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010, (UE) n.º 575/2013, (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 806/2014. Además, de acuerdo con el artículo 9 de la Directiva 2014/65/UE, las autoridades competentes deben asegurarse de que el resto de las empresas de servicios de inversión y sus órganos de administración cumplan con lo dispuesto en los artículos 88 y 91 de la Directiva 2013/36/UE.

## 2 La estructura organizativa y el papel del órgano de administración, la alta dirección y los titulares de funciones clave

Como elemento sustancial del régimen de responsabilidad individual, la CRD VI dota a los supervisores de nuevos instrumentos que les ayudan en su labor de revisión de los sistemas de gobierno corporativo, y concreta el perímetro de la rendición de cuentas a los miembros del órgano de administración en su función de dirección, a la alta dirección y a los titulares de funciones clave.

Con anterioridad a las modificaciones introducidas por la CRD VI, la Directiva se limitaba a establecer principios generales en materia de organización interna y concentraba su atención en los niveles superiores de la estructura de gobierno de las entidades: el órgano de administración –haciendo hincapié en su función de supervisión– y la alta dirección. La CRD VI ha introducido dos cambios sustanciales.

En primer lugar, la obligación de elaborar unos documentos específicos –el documento de asignación de funciones y las declaraciones individuales de responsabilidad– que permitirán una trazabilidad más precisa de los procesos de toma de decisiones en todos los niveles de la entidad, así como una delimitación exhaustiva de las funciones y responsabilidades individuales de las personas que integran dicha estructura organizativa. El propósito es asegurar que las entidades definan con claridad la distribución de responsabilidades y que los supervisores puedan comprender cómo se estructura y escala el proceso de toma y control de decisiones. Como señala expresamente el considerando 54 de la CRD VI, esta mayor transparencia persigue reforzar la rendición de cuentas individual.

En segundo lugar, pone especial atención en los ejecutivos que gestionan y controlan las entidades de crédito, con independencia de que formen, o no, parte formal del órgano de administración o de que sean altos directivos.

### 2.1 El documento de asignación de funciones y la declaración de responsabilidades

Los principios generales sobre la organización de las entidades se recogen en el artículo 74 de la Directiva que establece que las entidades se dotarán de sólidos sistemas de gobierno interno que incluirán, entre otros, una estructura organizativa clara, con líneas de responsabilidades bien definidas, transparentes y coherentes. Se indica también que estos mecanismos de gobierno corporativo deberán ser exhaustivos y proporcionados a la naturaleza, escala y complejidad de los riesgos inherentes al modelo empresarial y las actividades de la entidad.

Sobre esta base, el nuevo apartado 3 del artículo 88 de la CRD VI concreta estos principios al exigir que las entidades elaboren un documento de asignación de funciones o mapeo de funciones y declaraciones individuales de responsabilidad. Aunque se configuran como documentos separados y con finalidades propias, ambos están estrechamente vinculados. El

mapeo de funciones describe la estructura de gestión y las líneas de reporte, delimitando el «qué» y el «cómo» de la organización interna. Las declaraciones individuales, por su parte, concretan las obligaciones asignadas a cada directivo, precisando el «quién». De este modo, la entidad debe mostrar de forma coherente y consistente tanto su modelo organizativo como la atribución de responsabilidades.

De acuerdo con dicho artículo, el mapeo de funciones debe incluir información pormenorizada sobre las líneas jerárquicas, las líneas de responsabilidad y las personas que formen parte de los sistemas de gobierno corporativo, con indicación de los cometidos que le correspondan a cada uno. Este documento va, por tanto, más allá de un mero organigrama formal y debe:

- elaborarse en base individual y, conforme al artículo 109 de la Directiva, también en base subconsolidada y consolidada;
- tener en cuenta el tamaño, la naturaleza, la estructura organizativa y la complejidad de la entidad, así como, en su caso, los acuerdos con terceros;
- evitar el solapamiento de funciones o vacíos en la asignación de cometidos; cuando una función sea compartida, esta circunstancia deberá justificarse adecuadamente;
- identificar claramente las líneas de reporte y, cuando existan varias, distinguir entre ellas de manera adecuada, y
- ser coherente con las declaraciones de responsabilidad y complementar el resto de la documentación que conforma el marco de gobierno corporativo de la entidad.

Aunque ni la CRD VI ni la *Guía sobre gobierno interno* incluyen indicaciones sobre qué funciones deben recogerse en el documento de asignación de funciones, parece evidente que las funciones de control interno —esto es, gestión de riesgos, cumplimiento y auditoría interna—, así como todas las exigencias previstas en su artículo 76, deben quedar adecuadamente reflejadas en dicho mapeo. Esto es:

- las funciones de control deben ser independientes de las funciones operativas;
- las funciones de control interno deben tener acceso directo y poder rendir cuentas directamente al órgano de administración en su función de supervisión;
- cuando la naturaleza, escala y complejidad de las actividades de la entidad justifiquen que las funciones de gestión de riesgos o de cumplimiento normativo sean asumidas por un alto directivo responsable de otra área, dicha asignación no debe generar conflictos de interés entre las distintas áreas de responsabilidad acumuladas, y
- la función de auditoría interna no se combinará con ninguna otra línea de negocio o función de control de la entidad.

Por otra parte, ni la CRD VI ni la *Guía sobre gobierno interno* establecen un nivel concreto de granularidad para el documento ni proporcionan una plantilla estandarizada. Desde un enfoque basado en principios, la Guía reconoce que las entidades deben disponer de un amplio margen de flexibilidad para determinar su formato y contenido, habida cuenta de que el mapeo depende en gran medida de la estructura específica de cada entidad o grupo.

Junto al documento de asignación de funciones, el nuevo apartado 3 del artículo 88 también exige que las entidades elaboren, mantengan y actualicen las declaraciones individuales de responsabilidad en las que se harán constar los cometidos y las obligaciones de todos los miembros del órgano de administración en su función de dirección, de los miembros de la alta dirección y de los titulares de funciones clave.

Estas declaraciones deben ser concisas y lógicas, pero lo suficientemente detalladas como para permitir una comprensión adecuada del alcance de las responsabilidades asignadas, así como de su encaje con el resto de las funciones de la persona y con la estructura organizativa de la entidad. Deben incluir no solo las responsabilidades que sean inherentes al cargo sino también cualquier otra responsabilidad atribuida al individuo, como podría ser la participación en proyectos transversales relevantes no estrictamente relacionados con su área de negocio.

La *Guía sobre gobierno interno* incluye un modelo no obligatorio de declaración que incorpora, para cada persona, además de sus datos identificativos, información sobre: i) el cargo desempeñado y el tiempo de dedicación, y ii) las tareas o cometidos asignados, indicando, en su caso, cuáles son compartidas con otras personas.

La CRD VI establece que tanto las declaraciones individuales de responsabilidad como el documento de asignación de funciones deben estar a disposición de las autoridades competentes en todo momento y comunicarse puntualmente cuando estas lo soliciten, incluida su presentación a efectos de la tramitación de la autorización como entidad de crédito. Por su parte, la *Guía sobre gobierno interno* precisa que la declaración individual de responsabilidades debe remitirse al supervisor a efectos de la evaluación de idoneidad.

Parece previsible que algunos regímenes nacionales sean más prescriptivos que la propia CRD VI. Esta establece únicamente un nivel mínimo de armonización y concede de forma explícita a los Estados miembros un amplio margen de discrecionalidad, ya que su considerando 54 prevé expresamente que estos puedan adoptar o mantener requisitos más estrictos —tanto en relación con el mapeo de funciones como con la declaración de responsabilidades— cuando lo consideren necesario.

Así, además de contar con que las entidades asignen adecuadamente las responsabilidades inherentes a las áreas más relevantes, es previsible que algunos regímenes nacionales especifiquen determinadas responsabilidades adicionales y exijan a las entidades identificar formalmente a las personas responsables de su desempeño. Esto podría darse respecto de determinadas funciones reguladas en otras normas, como la función de control para la gestión y supervisión del riesgo de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC) prevista

en el Reglamento (UE) 2022/2554<sup>6</sup>, o la función de cumplimiento en materia de prevención del blanqueo de capitales prevista en la Directiva (UE) 2015/849<sup>7</sup>.

Así lo ha hecho, por ejemplo, el Banco Central de Irlanda, que ha definido un conjunto de responsabilidades prescritas (véase anejo) que deben ser asignadas por las entidades a personas concretas. Las entidades conservan flexibilidad para atribuir dichas responsabilidades a los titulares que consideren más adecuados en función de su estructura organizativa y modelo de negocio, pero las personas designadas quedan, en todo caso, sujetas al régimen de evaluación de idoneidad por parte del supervisor. En la misma línea, la *Guía sobre gobernanza y cultura del riesgo* del Banco Central Europeo recomienda que las entidades asignen de forma explícita la responsabilidad sobre la corrección y el seguimiento de las deficiencias detectadas en auditoría, así como de los requerimientos y recomendaciones supervisoras.

## 2.2 El órgano de administración en su función de dirección

Como se ha señalado, las entidades deberán preparar declaraciones individuales de responsabilidad para cada uno de los miembros del órgano de administración en su función de dirección. En este contexto, la CRD VI introduce expresamente el concepto de «órgano de administración en su función de dirección», en contraposición al de «órgano de administración en su función de supervisión», ya definido en la versión original de la Directiva.

La Directiva reconoce expresamente la diversidad de modelos de gobierno corporativo existentes en los Estados miembros —monista, dualista o una combinación de ambos— y define el órgano de administración desde un enfoque funcional, con el fin de abarcar todas estas estructuras sin imponer ninguna de ellas. Desde su origen, la Directiva parte del reconocimiento de que todos los órganos de administración, con independencia de su configuración, ejercen funciones tanto ejecutivas como supervisoras.

No obstante, en el análisis de la evolución normativa de la Directiva desde 2013 se observa un desplazamiento progresivo del énfasis regulatorio entre los distintos cometidos del órgano de administración, en función de los riesgos y prioridades identificados en cada momento. Así, en la versión original de la Directiva de 2013 se puso un énfasis particular en la función de supervisión del órgano de administración, probablemente como reacción a los fallos detectados en esta función durante la crisis financiera<sup>8</sup>.

6 [Reglamento \(UE\) 2022/2554](#) del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero y por el que se modifican los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009, (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 600/2014, (UE) n.º 909/2014 y (UE) 2016/1011.

7 [Directiva \(UE\) 2015/849](#) del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, y por la que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, y se derogan la Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y la Directiva 2006/70/CE de la Comisión.

8 El *Libro verde* de la Comisión Europea sobre el gobierno corporativo en las entidades financieras y las políticas de remuneración (Comisión Europea, 2010) indica que «Se deduce claramente de la crisis financiera que los consejos de administración de las entidades financieras no han desempeñado su papel clave de foro o sede principal del poder. En consecuencia, no han estado en condiciones de ejercer un control eficaz sobre la dirección ni de hacer un análisis contrafáctico de las medidas u orientaciones estratégicas sometidas a su validación».

Frente a este enfoque inicial, la CRD VI refuerza claramente la atención regulatoria sobre la función de dirección del órgano de administración, en línea con una concepción más activa y personal de la responsabilidad en la gestión de las entidades de crédito. Este cambio no afecta a las responsabilidades colectivas inherentes a la condición de miembro del órgano de administración, pero sí subraya la necesidad de identificar con mayor precisión a las personas que dirigen efectivamente la entidad y las funciones que desempeñan.

En este contexto, la CRD VI incorpora explícitamente el concepto de órgano de administración en su función de dirección e incluye dentro de él a aquellas personas que dirigen de forma efectiva la entidad, aunque no formen parte de dicho órgano<sup>9</sup>. El nuevo punto 8 *bis* del artículo 3, apartado 1, de la Directiva define el órgano de administración en su función de dirección como «el órgano de administración cuando desempeñe sus funciones de dirección de una entidad, incluidas las personas que dirijan de forma efectiva la actividad de la entidad».

En la *Guía sobre gobierno interno* se confirma esta interpretación, al señalar que «en los Estados miembros en los que el órgano de administración designa a personas que dirigen efectivamente la actividad de la entidad, dichas personas pertenecen, de conformidad con el artículo 3, apartado 1, punto 8 *bis*, de la Directiva, a la función de dirección del órgano de administración. En consecuencia, quedan sujetas tanto al régimen de evaluación de idoneidad previsto en el artículo 91 como a la obligación de contar con una declaración individual de responsabilidades, en los términos establecidos en el artículo 88, apartado 3»<sup>10</sup>.

Así, de la lectura conjunta de la CRD VI y de la Guía se desprende que, cuando el órgano de administración atribuye facultades propias de la más alta dirección a personas que no participan formalmente de dicho órgano, estas deben ser consideradas como miembros del órgano de administración en su función de dirección. Aunque la Directiva no especifica exactamente a qué personas se refiere, parece razonable entender que incluiría, por ejemplo, al director general de una cooperativa de crédito.

Sin embargo, no parece que la CRD VI haya tenido intención de reforzar la rendición de cuentas individualizada en relación con los miembros del órgano de administración cuando actúan en el desempeño de su función de supervisión.

Esta opción normativa contrasta con la adoptada en determinados ordenamientos nacionales, como el irlandés, en los que el legislador ha considerado oportuno extender de manera explícita el régimen de responsabilidad individual a los miembros del órgano de administración en su función de supervisión.

---

9 Conviene señalar que la versión anterior de la Directiva ya incluía dentro de la definición de «órgano de administración» a las personas que dirigen de forma efectiva la actividad de la entidad, por lo que este aspecto no constituye una novedad introducida por la CRD VI, sino una precisión y continuidad del enfoque previo.

10 Esta interpretación resulta coherente con el Derecho societario español. En particular, el artículo 236, apartado 4, de la Ley de Sociedades de Capital establece que, «cuando no exista delegación permanente de facultades del consejo en uno o varios consejeros delegados, todas las disposiciones sobre deberes y responsabilidad de los administradores serán aplicables a la persona, cualquiera que sea su denominación, que tenga atribuidas facultades de más alta dirección de la sociedad (...)».

Así, las referencias que contiene la Directiva a responsabilidades específicas que deben asignarse al órgano de administración en su función de supervisión parecen orientadas principalmente a minimizar el riesgo de que quienes deben velar por la supervisión estratégica y el control de la entidad queden condicionados por quienes ejercen la dirección efectiva del negocio. Este objetivo debe alcanzarse con independencia de la estructura del órgano de administración, ya sea monista o dualista, si bien en los sistemas monistas su consecución requerirá soluciones específicas (véase recuadro 1).

### 2.3 La alta dirección y los titulares de funciones clave

El énfasis que la CRD VI pone en los miembros del órgano de administración en su función de dirección se complementa con una ampliación del perímetro subjetivo de la gobernanza, al exigir que las entidades preparen declaraciones individuales de responsabilidad y documenten las evaluaciones de idoneidad también de los altos directivos y de los titulares de funciones clave (artículo 88, apartado 3).

Con anterioridad a la CRD VI, la Directiva se refería fundamentalmente, además de a los miembros del órgano de administración, a la alta dirección como máximos responsables de la gestión diaria de la entidad. La CRD VI adopta un enfoque funcional para identificar también a quienes lideran, supervisan o controlan áreas estratégicas, incluso aunque no ostenten formalmente la condición de alto directivo.

Sobre esta base, y sin perjuicio de mantener la noción de alta dirección, la CRD VI introduce el concepto de titulares de funciones clave, en el que diferencia ambos perfiles:

- alta dirección: las personas físicas que ejerzan funciones ejecutivas en la entidad, que deban rendir cuentas directamente ante el órgano de administración<sup>11</sup> (pero no sean miembros de este) y que sean responsables de la gestión diaria de la entidad bajo la dirección del órgano de administración (artículo 3, apartado 1, punto 9); y
- titulares de funciones clave: las personas que ejerzan una influencia significativa en la dirección de una entidad, pero no sean miembros del órgano de administración, incluidos los responsables de las funciones de control interno y el director financiero cuando no sean miembros del órgano de administración (artículo 3, apartado 1, punto 9 bis).

De este modo, la Directiva define la alta dirección esencialmente en función de un criterio de dependencia jerárquica y responsabilidad ejecutiva, mientras que la condición de titular de función clave se determina atendiendo a la naturaleza y relevancia de las funciones desempeñadas para la gestión y el control de la entidad.

---

<sup>11</sup> Por coherencia con el resto del artículo se utiliza el término «órgano de administración», aunque en la versión en español de la CRD VI se utiliza «órgano de dirección».

**EL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN EN SU FUNCIÓN DE SUPERVISIÓN EN UN SISTEMA MONISTA**

Aunque la diferenciación entre las funciones de gestión y de supervisión parece más sencilla de articular en estructuras de gobierno duales, los sistemas monistas también deben establecer mecanismos adecuados que garanticen la independencia de juicio y la ausencia de conflictos de interés en el ejercicio de la función supervisora por parte del órgano de administración. Dado que la Directiva 2013/36/UE prescribe que ciertos cometidos sean realizados por el órgano de administración en su función de supervisión, las entidades deben adoptar medidas específicas y proporcionadas, teniendo en cuenta no solo la naturaleza de la tarea concreta a desarrollar, sino también el tamaño, la estructura y la complejidad de la entidad, si es necesario.

En este contexto, a partir del análisis de diversas fuentes y prácticas de gobierno corporativo, pueden identificarse algunas fórmulas organizativas que permiten reforzar de manera efectiva la función de supervisión en órganos de administración monistas, sin alterar su estructura de órgano único. A modo ilustrativo, pueden mencionarse las siguientes:

**Composición del órgano**

Configurar de forma voluntaria un órgano predominantemente supervisor mediante una mayoría de consejeros no ejecutivos. Este enfoque resulta coherente con las recomendaciones de buen gobierno aplicables en distintos ordenamientos. Así, por ejemplo, el Código de Buen Gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores recomienda que, en las sociedades cotizadas, el consejo de administración cuente con una amplia mayoría de consejeros no ejecutivos y que los consejeros independientes representen, con carácter general, al menos la mitad del total.

**Abstención de los consejeros ejecutivos en la toma de decisiones de naturaleza supervisora**

En relación con determinadas decisiones directamente vinculadas a la función de supervisión, los consejeros ejecutivos pueden abstenerse de participar en la deliberación y en la votación, con el objetivo de preservar la independencia de criterio del órgano. Esta técnica se encuentra prevista, por ejemplo, en el artículo 529 *septies* de la Ley de Sociedades de Capital —de aplicación a las sociedades cotizadas— para el nombramiento del consejero coordinador.

**Creación de comités especializados integrados exclusivamente por consejeros no ejecutivos**

La Directiva citada fomenta la constitución de comités para apoyar al órgano de administración en el ejercicio de funciones específicas de supervisión. En particular, exige a las entidades consideradas significativas con arreglo a la normativa nacional la creación de determinados comités de carácter consultivo, compuestos por consejeros no ejecutivos. Son: i) el comité de riesgos (artículo 76, apartado 3); ii) el comité de nombramientos (artículo 88, apartado 2), y iii) el comité de remuneraciones (artículo 95). A estos se suma, en el caso de las entidades de interés público —entre las que se encuentran las entidades de crédito—, la obligación de contar con un comité de auditoría.

Nada impide que las entidades de crédito constituyan comités adicionales para apoyar al órgano de administración, como podría ser un comité de cumplimiento normativo. Ahora bien, en la medida en que su finalidad sea reforzar la independencia de juicio y evitar conflictos de interés en el ejercicio de la función supervisora por parte del propio órgano de administración, parece razonable que dichos comités cumplan ciertos requisitos mínimos. Entre ellos, por ejemplo, que estén integrados exclusivamente por miembros no ejecutivos con la formación y experiencia adecuadas.

Asimismo, esta Directiva, en aplicación del principio de proporcionalidad, permite la acumulación de distintas competencias en un mismo comité. Así, por ejemplo, en el caso de entidades no significativas conforme a la normativa nacional, las funciones de auditoría y riesgos pueden agruparse en un único comité (artículo 76, apartado 3). La *Guía sobre gobierno interno* de la Autoridad Bancaria Europea también señala que, cuando en las entidades no significativas se constituyan comités de riesgos y de nombramientos, estos podrán combinarse.

Del mismo modo, las entidades disponen de margen para atribuir funciones adicionales a los comités regulados por dicha Directiva. En la práctica, algunas entidades asignan la supervisión del cumplimiento normativo al comité de auditoría o al de riesgos.

Aunque debe entenderse que todo alto directivo es, por definición, titular de una función clave<sup>12</sup>, subsiste la duda de si las funciones clave desempeñadas por la alta dirección se circunscriben a funciones operativas o si abarcan también funciones de control.

Tanto la propia definición de alta dirección —al referirse a funciones ejecutivas y de gestión diaria— como el primer párrafo del artículo 76, apartado 6 —al exigir que las funciones de control interno sean independientes tanto del órgano de administración en su función de dirección como de la alta dirección— parecen sugerir que la categoría de alta dirección a la que se refiere la Directiva se limita a los máximos responsables de áreas operativas.

Sin embargo, el segundo párrafo del artículo 76, apartado 6 —al establecer que los responsables de las funciones de control interno serán «altos directivos independientes»— admite una interpretación distinta: no solo los responsables de funciones operativas, sino también los de control, pueden —o, en algunos casos, deben— ostentar la condición de alta dirección<sup>13</sup>.

En esta misma línea, habrá titulares de funciones clave que serán altos directivos, mientras que otros podrán pertenecer a los cuadros directivos intermedios. Esta lectura parece confirmarse también en la *Guía sobre gobierno interno* al indicar que, a efectos de la declaración de responsabilidades, cuando una persona pueda encuadrarse simultáneamente como alta dirección y como titular de una función clave deberá ser considerada como alta dirección.

### 3 El régimen de evaluación de idoneidad

La identificación de los titulares de funciones clave, además de los miembros del órgano de administración, como sujetos relevantes dentro del marco de gobernanza diseñado por la CRD VI ha supuesto también la revisión del marco de la evaluación de la idoneidad.

Antes de las modificaciones introducidas por la CRD VI, la Directiva presentaba dos lagunas importantes:

- la Directiva exigía que tanto la entidad como el supervisor evaluaran la idoneidad de los miembros del órgano de administración, pero no había ninguna mención relativa a la evaluación de la idoneidad de los titulares de funciones clave. En algunos ordenamientos nacionales se incluían a determinadas personas, además de a los miembros del órgano de administración, dentro del régimen de evaluación de

12 El artículo 92, apartado 3, de la Directiva indica, por ejemplo, que, a efectos de la política de remuneración, todos los miembros del órgano de administración y de la alta dirección se incluyen entre las categorías de personal cuyas actividades inciden de manera importante en el perfil de riesgo de la entidad.

13 Esta última interpretación se ve reforzada por el artículo 76, apartado 5, que exige que las funciones de control interno dispongan de la autoridad, el rango y el acceso adecuados al órgano de administración, lo que presupone un nivel de responsabilidad y posicionamiento organizativo propio de la alta dirección.

idoneidad. Así, en España, por ejemplo, se seguía un criterio fundamentalmente jerárquico y se aplicaba el régimen de idoneidad a «los directores generales o asimilados»<sup>14</sup>. Además, el Banco Central Europeo (BCE) solo tenía facultades para evaluar a este colectivo cuando la legislación del país donde la entidad de crédito estaba instalada preveía la evaluación supervisora<sup>15</sup>; y

- la Directiva carecía de detalle sobre cómo y cuándo deben evaluar los supervisores. Aunque tanto las anteriores guías de la Autoridad Bancaria Europea (EBA) como del BCE sobre evaluaciones de idoneidad tienen orientaciones al respecto, persistían diferencias importantes entre los Estados miembros. Por ejemplo, algunas autoridades nacionales pueden evaluar la idoneidad de los miembros del órgano de administración únicamente después de transcurrido un período significativo desde su nombramiento (régimen *ex post*), mientras que en otros Estados miembros los supervisores realizan esta evaluación antes de dicho nombramiento (régimen *ex ante*).

Para hacer frente a estas deficiencias, la CRD VI ha modificado el artículo 91, relativo a la evaluación de idoneidad de los miembros del órgano de administración, y ha introducido un nuevo artículo 91 *bis*, relativo a la evaluación de idoneidad de los titulares de funciones clave. Su objetivo es implantar un marco de idoneidad coherente y predecible que fomente la convergencia supervisora, permita una mayor confianza entre las autoridades y aporte mayor seguridad jurídica a las entidades.

### 3.1 Colectivo sujeto a evaluación

Se establecen dos niveles de revisión:

- todas las entidades deben garantizar que, en todo momento, los miembros del órgano de administración (artículo 91, apartado 1) y los titulares de funciones clave (artículo 91 *bis*, apartado 1) cuentan con la idoneidad necesaria para el desempeño de sus funciones, y
- aplicando el principio de proporcionalidad y sin perjuicio de que el supervisor pueda, en cualquier momento, solicitar las evaluaciones realizadas por la entidad y proceder a revisarlas, el supervisor evaluará en todo caso a:
  - los miembros del órgano de administración en todas las entidades (artículo 91, apartado 1 *septies*), y

<sup>14</sup> Definidos en el artículo 6, apartado 6, de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

<sup>15</sup> Véase *Additional clarification regarding the ECB's competence to exercise supervisory powers granted under national law* (ECB SSM/2017/0140), de 31 de marzo de 2017.

- al director financiero y los responsables de las funciones de control interno en las entidades grandes<sup>16</sup> (artículo 91 *bis*, apartado 5).

### 3.2 Procedimiento de evaluación de idoneidad

Las entidades deberán evaluar a las personas antes de que asuman sus cargos y, posteriormente, de forma periódica (artículo 91, apartado 1 *bis*, y artículo 91 *bis*, apartado 2).

Cuando se trata de un nuevo nombramiento, el momento de la evaluación supervisora será:

- En relación con los miembros del órgano de administración, la Directiva no modifica el régimen de evaluación supervisora de los Estados miembros en los que ya se exigía una evaluación *ex ante*<sup>17</sup>, que seguirá siendo de aplicación. En este caso, las entidades deberán notificar al supervisor los nuevos nombramientos siempre antes de que estos tomen posesión de sus cargos.

Por el contrario, en los Estados miembros en los que se notifica al supervisor y este evalúa *ex post*, es decir, una vez que el miembro ha asumido su cargo, la regla general, según la *Guía sobre idoneidad*, será notificar al supervisor, como máximo, dentro de los 15 días posteriores a su nombramiento. No obstante, la CRD VI introduce una excepción aplicable a las entidades grandes situadas en Estados miembros con un régimen de evaluación *ex post*: las entidades deben presentar al supervisor la solicitud de evaluación del presidente del órgano de administración en su función de supervisión y de los miembros del órgano de administración en su función de dirección al menos 30 días antes de que asuman su cargo (artículo 91, apartado 1 *quinquies*).

Como señala el considerando 49 de la CRD VI, la presentación de la solicitud de idoneidad *ex ante* resulta útil porque permite a los supervisores iniciar su análisis y adoptar medidas antes de que el miembro asuma el cargo. Aunque la CRD VI no exige

16 El artículo 91 *bis*, apartado 5, define como entidades de crédito grandes:

- a) las entidades matrices de la Unión Europea (UE) que cumplan las condiciones necesarias para ser consideradas entidades grandes;
- b) las entidades matrices de un Estado miembro que cumplan las condiciones necesarias para ser consideradas entidades grandes, excepto cuando estén afiliadas a un organismo central;
- c) los organismos centrales que cumplan las condiciones necesarias para ser considerados entidades grandes o que supervisen a entidades grandes afiliadas a ellos;
- d) las entidades independientes en la Unión Europea que cumplan las condiciones necesarias para ser consideradas entidades grandes;
- e) las filiales grandes, según se definen en el artículo 4, apartado 1, punto 147, del Reglamento (UE) n.º 575/2013;
- f) las sociedades financieras de cartera matrices de un Estado miembro, etc.

17 Así lo indica el considerando 49 de la CRD VI cuando dice: «Considerando los riesgos asociados a las entidades grandes, en particular por los posibles efectos de contagio, las autoridades competentes de los Estados miembros en los que se lleve a cabo la evaluación de idoneidad del supervisor después de que el miembro haya asumido su cargo en el órgano de administración, de conformidad con el Derecho nacional, deben recibir una notificación, sin demora injustificada, tan pronto como exista la intención clara de nombrar a un miembro del órgano de administración en su función de dirección o al presidente del órgano de administración en su función de supervisión».

que el supervisor emita su resolución con anterioridad al nombramiento —lo que puede dar lugar a la necesidad de cesar a un miembro no idóneo o a que el órgano de administración, en su conjunto, deje de ser idóneo—, la presentación anticipada de la solicitud facilita que el supervisor actúe de forma preventiva. Tales medidas pueden consistir en impedir que el futuro miembro asuma el cargo mientras no se disponga de información suficiente, o en entablar un diálogo estrecho cuando existan dudas sobre su idoneidad, con el fin de garantizar que sea —o llegue a ser— idóneo en el momento de asumir el cargo.

- En relación con la evaluación supervisora del director financiero y los responsables de funciones de control interno en entidades grandes, el régimen será el del ordenamiento del Estado miembro correspondiente (*ex ante* o *ex post*). Para estas evaluaciones, de acuerdo con la *Guía sobre idoneidad* la notificación deberá presentarse antes de que el individuo tome posesión del cargo (régimen *ex ante*) o, como máximo, dentro de los 15 días siguientes a su nombramiento (régimen *ex post*).

En cualquier caso, el supervisor deberá estudiar la fijación de un plazo máximo de evaluación<sup>18</sup> (artículo 91, apartado *undecies*, y artículo 91 *bis*, apartado 6). De acuerdo con la *Guía sobre idoneidad*, este plazo no debería exceder de cuatro meses o, si dicho plazo ha sido suspendido, de un máximo de seis meses desde la recepción de la notificación. La misma guía también señala que, en el caso de entidades grandes, esta ampliación de plazo debería producirse únicamente en circunstancias excepcionales.

Asimismo, por lo que respecta a las reevaluaciones de idoneidad, la CRD VI amplía los supuestos anteriormente previstos en la Directiva, que se limitaban a situaciones en que existían indicios razonables de blanqueo de capitales o financiación del terrorismo. En concreto, establece que las entidades deberán reevaluar la idoneidad de los miembros del órgano de dirección —y, en el caso de las entidades grandes, del director financiero y de los responsables de funciones de control interno— cuando tengan conocimiento de hechos o circunstancias sobrevenidas que puedan afectarla, informando al supervisor sin demora injustificada. De igual modo, cuando el supervisor constate cambios relevantes en la información de idoneidad que puedan incidir en esta, deberá proceder a su reevaluación (artículo 91, apartado 1 *octies*, y artículo 91 *bis*, apartado 6). En estos casos, la CRD VI no prevé que el supervisor estudie el establecimiento de un plazo máximo para la evaluación supervisora.

### 3.3 Criterios de evaluación

Los criterios de idoneidad se recogen en el cuadro 1.

---

18 En España, el artículo 29, apartado 2, del Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito indica que la evaluación de idoneidad se realizará por el Banco de España o, en su caso, el BCE en el plazo de tres meses contados desde la notificación de un nuevo nombramiento.

Cuadro 1  
**Crterios de idoneidad**

Crterio	Órgano de administración	Titulares de funciones clave	Observaciones adicionales
Conocimientos, competencia y experiencia suficiente	✓	✓	Además, el órgano de administración debe tener de forma colectiva conocimientos y experiencia adecuados para comprender las actividades y riesgos de la entidad.
Honorabilidad e integridad	✓	✓	El supervisor, de acuerdo con un análisis de riesgos, puede consultar al supervisor en materia de lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.
Independencia de ideas	✓		No debe confundirse con «ser formalmente independiente».
Tiempo suficiente	✓		Además, se establece un límite máximo al número de cargos que pueden desempeñar quienes formen parte del órgano de administración de aquellas entidades que, en cada Estado miembro, se hayan considerado importantes por su tamaño, por su organización interna y por la naturaleza, dimensión y complejidad de sus actividades.

FUENTE: Elaboración propia.

Además de los criterios de idoneidad propiamente dichos, también hay que tener en cuenta determinados aspectos de gobierno corporativo estrechamente vinculados al proceso de selección. Por ejemplo, deberán tenerse en cuenta la diversidad y el equilibrio de género en la composición del órgano de administración, de conformidad con la obligación de contar con una política específica en esta materia (artículo 91, apartado 8). Asimismo, respecto de los responsables de las funciones de cumplimiento normativo o de gestión de riesgos, cuando desempeñen simultáneamente otras funciones en la entidad, deberá evaluarse la disponibilidad de tiempo suficiente para el desempeño adecuado de todas ellas (artículo 76, apartado 6). Del mismo modo, deberá verificarse que el presidente del órgano de administración en su función de supervisión no ejerza simultáneamente las funciones de primer ejecutivo de la entidad (artículo 88, apartado 1, letra e).

Si, como consecuencia de la evaluación interna, la entidad concluye que la persona no cumple los criterios establecidos, se asegurará de que dicha persona no asuma el cargo —o sea destituida— o adoptará las medidas necesarias para garantizar su idoneidad (artículo 91, apartado 1 *ter*, y artículo 91 *bis*, apartado 3).

De forma paralela, si el supervisor considera que una persona no cumple los requisitos exigidos, debe disponer de competencias para impedir que dicha persona asuma su cargo, acordar su cese o exigir a las entidades la adopción de las medidas correctoras oportunas (artículo 91, apartado 1 *nonies*, y 91 *bis*, apartado 6). Estas medidas pueden materializarse en condiciones, obligaciones o recomendaciones.

Todos estos cambios contribuyen de forma efectiva a la simplificación del marco regulatorio europeo al integrar en el derecho positivo criterios y prácticas que hasta ahora se encontraban desarrollados principalmente en guías supervisoras de la EBA. Esta clarificación normativa

resulta particularmente relevante para los grupos bancarios con presencia en varios Estados miembros, al reducir la fragmentación interpretativa.

Asimismo, desde la perspectiva del Mecanismo Único de Supervisión, la elevación de estos criterios y prácticas a nivel normativo permite un procedimiento de evaluación más previsible, homogéneo y reducido en el tiempo, que disminuye la necesidad de desarrollos *ad hoc*.

Sin embargo, todavía seguirán existiendo diferencias entre los supervisores que evalúan *ex ante* y aquellos que lo hacen *ex post*, ya que, como se ha expuesto, ni la CRD VI ni la *Guía sobre idoneidad* armonizan el momento de la evaluación supervisora. Únicamente se exige que las entidades grandes, situadas en Estados miembros con un régimen vigente *ex post*, presenten al supervisor la solicitud de evaluación de idoneidad del presidente del órgano de administración en su función de supervisión y de los miembros del órgano de administración en su función de dirección antes de su nombramiento, pudiendo el supervisor concluir la evaluación con posterioridad a este.

También habrá diferencias entre el colectivo evaluable en la medida en que haya supervisores que requieran evaluar al director financiero y a los responsables de funciones de control interno en entidades que no tengan la consideración de grandes o que requieran que otras responsabilidades sean asignadas a personas concretas (responsabilidades prescritas) y consideren necesario evaluar a dichos responsables en el momento de su nombramiento.

## 4 Otros instrumentos: el deber de responsabilidad y de cumplimiento de estándares de conducta

La Directiva incluye, además de los instrumentos organizativos y de los requisitos de idoneidad ya mencionados, otros mecanismos que contribuyen a fomentar una cultura de responsabilidad y transparencia. Entre ellos destacan, por un lado, los sistemas de *whistleblowing*, que permiten al personal comunicar de forma interna o externa conductas irregulares o incumplimientos sin temor a represalias y, por otro, los requisitos en materia de políticas retributivas, orientados a poner en consonancia los incentivos de los directivos y empleados con una gestión prudente y sostenible del riesgo.

Sin perjuicio de lo anterior, los regímenes de responsabilidad individual incorporan también un conjunto de obligaciones que inciden directamente en la conducta de las personas. Estos instrumentos —presentes en algunos ordenamientos nacionales y recogidos parcialmente en las guías supervisoras europeas— buscan garantizar que quienes ejercen funciones de gestión, supervisión o control actúen con la diligencia, integridad y estándares profesionales exigibles, y que adopten las medidas necesarias para prevenir, detectar y corregir deficiencias dentro de su ámbito de responsabilidad.

El primer instrumento es el denominado «deber de responsabilidad» (*duty of responsibility*). En Irlanda, por ejemplo, existe un deber legal específico de responsabilidad que recae sobre las

personas sometidas a evaluación de idoneidad *ex ante* por parte del supervisor<sup>19</sup>. Dicho deber obliga a estas personas, dentro del ámbito de las competencias que les hayan sido atribuidas, a adoptar todas las medidas razonables que, atendidas las circunstancias concretas del caso, resulten exigibles para evitar que la entidad incurra en incumplimientos de sus obligaciones legales y reglamentarias.

Para determinar la existencia de un incumplimiento, el Banco Central de Irlanda evalúa:

- las responsabilidades asignadas a la persona, revisando tanto el mapeo de funciones como la declaración de responsabilidades. Asimismo, puede considerar otras fuentes de información, como organigramas, actas de reuniones, correos electrónicos o entrevistas con el supervisor;
- las medidas razonables adoptadas por el individuo para cumplir con sus obligaciones en ese cargo y en este momento. A estos efectos, la ley contempla, entre otras, las siguientes circunstancias:
  - la naturaleza, escala y complejidad del negocio de la entidad;
  - las funciones asignadas a la persona y el nivel de conocimiento y experiencia que, razonablemente, podría esperarse de una persona con tales funciones, y
  - el nivel de conocimiento y experiencia que, de hecho, reúna la persona.

El segundo instrumento que se utiliza para reforzar la cultura de responsabilidad individual es la obligación de que los miembros del órgano de administración y los altos directivos —e incluso todo el personal— se adhieran a un código de conducta. En general, estos estándares incluyen: i) actuar con honestidad e integridad; ii) actuar con la debida diligencia; iii) cooperar de buena fe y sin demora con los supervisores, y iv) actuar en el mejor interés de los clientes y tratarlos de manera justa y profesional.

En algunos Estados miembros, como Irlanda o los Países Bajos, existe la obligación legal de adherirse a un código de conducta.

El Banco Central de Irlanda exige que toda persona que desempeñe una función clave cumpla unos estándares de conducta. Esto también implica que las entidades tienen la obligación de formar al personal sujeto a dichos códigos y mantener documentado cómo se asegura el cumplimiento de dichos estándares. El Banco Central de Irlanda puede reevaluar la idoneidad de una persona si considera que no ha cumplido estos estándares o incluso imponerle una

---

19 La norma se aplica a los miembros del órgano de administración, sin distinguir entre consejeros ejecutivos, no ejecutivos o independientes. No obstante, se reconoce que los consejeros no ejecutivos e independientes no participan en la gestión y control de la entidad de la misma manera que los ejecutivos. Sus responsabilidades están más delimitadas y vinculadas a funciones de gobierno corporativo, supervisión y control. Por ello, no se espera que asuman responsabilidades ejecutivas, y las medidas razonables que se les exigen se valoran en este contexto.

sanción. Es una obligación distinta al «deber de responsabilidad» y obliga a un colectivo más amplio.

Por su parte, en los Países Bajos<sup>20</sup> se exige un juramento profesional. Se trata de una declaración oral y escrita mediante la cual la persona que lo presta se compromete a seguir un conjunto de principios morales y éticos en el ejercicio de su profesión. El supervisor revisa su aplicación en la práctica. El juramento se aplica a todos los directivos y empleados del sector bancario.

La CRD VI no incorpora ninguno de los dos instrumentos, aunque la *Guía sobre gobierno interno* sí los recoge parcialmente:

- En relación con el deber de responsabilidad, la Guía refuerza la expectativa supervisora de que toda persona con responsabilidades adopte medidas razonables para prevenir o corregir problemas dentro de su ámbito de actuación. Así, la Guía establece que «se considerará que una persona no está cumpliendo las funciones enumeradas en su declaración individual cuando se detecte una deficiencia en alguna de las funciones o áreas de las que es responsable y dicha persona no haya adoptado las medidas que razonablemente cabría esperar de ella para evitar que la deficiencia se produzca o continúe produciéndose una vez que haya sido puesta en su conocimiento. La institución deberá adoptar las medidas adecuadas para garantizar que todas las personas cumplen debidamente sus funciones, y las personas deberán poder demostrar al supervisor, cuando este lo solicite, que han adoptado todas las medidas que, en atención a su cargo, razonablemente cabría esperar de ellas».

Durante la consulta pública de la Guía, diversas asociaciones de entidades de crédito criticaron este enfoque por entender que introduce *de facto* una carga de la prueba para los individuos, excediendo el mandato de la Directiva y generando inseguridad jurídica debido al uso de conceptos imprecisos y potencialmente subjetivos. También alertaron de que podría interpretarse como base para sancionar incumplimientos no previstos en la Directiva y solicitaron su eliminación.

- En cuanto al código de conducta, la Guía recomienda que los órganos de administración de las entidades elaboren y adopten códigos de conducta o instrumentos similares y garanticen y supervisen que el personal cumple dichos estándares.

Sin perjuicio de las implicaciones que pueda tener en otros ámbitos, parecería que la percepción de los propios sujetos no es la misma cuando las obligaciones están recogidas expresamente en el ordenamiento jurídico que cuando aparecen únicamente en una guía supervisora. En el primer caso, los individuos las interiorizan como deberes formales, integrados en su marco de responsabilidad personal; mientras que, cuando derivan solo de guías de la EBA, tenderán a percibirlos como expectativas supervisoras cuyo alcance depende en mayor medida de la interpretación del supervisor.

---

20 Para más información, véanse De Nederlandsche Bank. (2024). *How to bring the professional oath to life in daily practice* y Dutch Authority for the Financial Markets. (s. f.). *Oath or affirmation*.

## 5 Facultades de carácter coercitivo

Analizados los instrumentos preventivos que la Directiva establece para reforzar la rendición de cuentas, resulta necesario abordar las facultades coercitivas relativas a las personas físicas como un elemento complementario de este marco de responsabilidad individual.

En relación con las personas físicas, el artículo 65 de la Directiva ya reconocía al supervisor amplios poderes de investigación y el derecho a solicitar información a una variada gama de individuos, incluida cualquier persona perteneciente a una entidad de crédito. Asimismo, contemplaba la posibilidad de sancionar tanto a los miembros de los órganos de administración de las entidades de crédito como a otras personas físicas responsables de la infracción conforme al derecho nacional<sup>21</sup>.

En consonancia con los cambios descritos en los epígrafes anteriores, la CRD VI ha introducido precisiones en el régimen sancionador respecto a las personas físicas. En particular, se incluyen expresamente como sujetos sancionables a la alta dirección y a los titulares de funciones clave por infracciones de las disposiciones nacionales de transposición de la Directiva y del Reglamento (UE) n.º 575/2013 o las decisiones adoptadas por una autoridad competente sobre la base de esas disposiciones o de ese Reglamento. Así, puede sancionarles con multas de hasta cinco millones de euros o del doble de los beneficios obtenidos o de las pérdidas evitadas. El supervisor puede adoptar también otras medidas como el cese en el cargo o la amonestación pública.

Adicionalmente, la CRD VI habilita a los supervisores para imponer multas coercitivas, no solo a las entidades sino también a los individuos, de hasta 50.000 euros. Estas multas consisten en una obligación de pago por cada día de incumplimiento hasta que se restablezca la obligación correspondiente, con un límite máximo de seis meses. No tienen naturaleza sancionadora y, por tanto, son compatibles con otras posibles sanciones. De este modo, la multa coercitiva refuerza el principio de responsabilidad individual en la medida en que constituye un instrumento de presión para asegurar el cumplimiento de lo ordenado.

No obstante, como se ha señalado anteriormente, la Directiva no incluye específicamente el deber de responsabilidad ni la obligación de adherirse a un código de conducta y, por tanto, tampoco un régimen sancionador específico ligado a estos instrumentos, a diferencia de lo que ocurre en Irlanda.

En este sentido, el Banco Central de Irlanda puede imponer sanciones, incluidas multas, a quienes infrinjan tanto las normas del código de conducta como el deber de responsabilidad.

---

21 En el caso de los Estados miembros integrados en el Mecanismo Único de Supervisión, y sin perjuicio de la facultad de cualquier autoridad competente perteneciente al mismo para iniciar procedimientos de oficio conforme al derecho nacional respecto de funciones no atribuidas al Banco Central Europeo (BCE), este puede requerir a dichas autoridades la apertura de un expediente sancionador contra una persona física que desempeñe funciones en una entidad de crédito significativa. Asimismo, el BCE puede formular tal requerimiento respecto de entidades menos significativas cuando se produzcan incumplimientos de los reglamentos o decisiones del propio BCE que impongan obligaciones a estas entidades frente a él.

De este modo, puede emprender acciones contra las personas que hayan incumplido estas obligaciones legales, en lugar de hacerlo únicamente por su participación en infracciones cometidas por la entidad regulada.

Aunque la CRD VI no haya incorporado expresamente el deber de responsabilidad y, en consecuencia, un régimen sancionador aplicable a su incumplimiento, ello no impide que los supervisores puedan adoptar medidas de otra naturaleza frente a los individuos afectados. En este sentido, la reevaluación de la idoneidad constituye una herramienta relevante: si el supervisor concluye que una persona ya no reúne los requisitos necesarios para desempeñar adecuadamente sus funciones y responsabilidades, podría acordar, en última instancia, su separación del cargo. Se trata de una facultad de naturaleza estrictamente supervisora —no sancionadora— que operaría como un mecanismo eficaz de rendición de cuentas individual.

De manera complementaria, aun cuando la adhesión a un código de conducta no se configure como una obligación sancionable de forma autónoma en la Directiva, cualquier indicio serio de que una persona no ha actuado conforme a estándares elevados de conducta debe ser valorado por el supervisor como un elemento relevante a efectos de honorabilidad, honestidad e integridad, tal y como establece la *Guía sobre idoneidad*.

## 6 Conclusiones

Las reformas introducidas por la CRD VI constituyen un avance notable en la construcción de un marco regulador más exigente y armonizado en materia de gobernanza y responsabilidad individual en la Unión Europea (UE). La obligación de documentar la asignación de funciones, elaborar declaraciones de responsabilidad y someter a evaluación periódica la idoneidad de los responsables de funciones clave refuerza la transparencia y dota a los supervisores de herramientas más eficaces para prevenir y corregir las deficiencias en la gestión. La mayoría de estas medidas son de carácter preventivo y buscan que los individuos sean conscientes de sus responsabilidades concretas y respondan de sus decisiones.

Aunque muchos de los elementos que conforman el régimen de responsabilidad individual ya se encontraban recogidos en las guías de la Autoridad Bancaria Europea, su incorporación expresa en la Directiva supone un salto cualitativo: pasan de ser criterios de *soft law* supervisora a formar parte del derecho positivo. Esto refleja la voluntad del legislador europeo de reforzar su carácter vinculante y homogéneo, y de consolidar la responsabilidad individual como un pilar estructural del marco de gobierno corporativo.

Paralelamente, la CRD VI se alinea con el objetivo de la UE por avanzar hacia un marco regulador más simplificado y previsible, que reduzca cargas administrativas innecesarias —en particular para las entidades más pequeñas— y facilite la labor supervisora, contribuyendo así a una aplicación más eficiente de las normas. En esta línea, la CRD VI integra en el derecho positivo criterios que hasta ahora se encontraban únicamente en guías supervisoras, armoniza el régimen de idoneidad (lo que reduce la fragmentación entre Estados miembros) y delimita con

mayor claridad el colectivo sujeto a evaluación. También permite un enfoque proporcionado al no exigir un nivel concreto de granularidad, ni para el documento de asignación de funciones ni para las declaraciones de responsabilidad<sup>22</sup>, o al limitar la evaluación supervisora de la idoneidad a los titulares de determinadas funciones clave en entidades grandes. A ello se suma la clarificación del régimen sancionador aplicable a las personas físicas, que refuerza la previsibilidad en la actuación de los supervisores al identificar de forma expresa a la alta dirección y a los titulares de funciones clave como sujetos susceptibles de sanción, así como la introducción de multas coercitivas como instrumento adicional de presión.

No obstante, el carácter mínimo y flexible de la CRD VI hace prever que persistirán diferencias entre los Estados miembros en la interpretación y aplicación de estas disposiciones. Parte de estas divergencias responden a situaciones preexistentes que la CRD VI no ha armonizado plenamente, como la posibilidad de mantener las evaluaciones supervisoras de idoneidad *ex post*. Pero una parte sustancial dependerá de las decisiones que se adopten a escala nacional en relación con aspectos como:

- el nivel de detalle exigido en el documento de asignación de funciones y en las declaraciones individuales de responsabilidad, incluyendo la eventual prescripción de responsabilidades adicionales;
- la extensión de la evaluación supervisora al director financiero y a los responsables de funciones de control interno de entidades no clasificadas como grandes;
- la ampliación del perímetro de titulares de funciones clave sujetos a evaluación supervisora más allá del director financiero y los responsables de funciones de control interno, y
- la configuración de un deber de responsabilidad o de una obligación de adhesión a un código de conducta.

En definitiva, aunque la CRD VI incorpora una parte relevante de los elementos propios de los regímenes de responsabilidad individual, la flexibilidad que deja al desarrollo nacional hará que su implantación práctica avance a distintas velocidades dentro de la UE, lo que da lugar a modelos de rendición de cuentas más o menos exigentes. Aunque un mayor grado de armonización habría sido deseable, parece difícil de alcanzar dada la fragmentación de los marcos nacionales existentes. Así, la reforma reconoce la conveniencia de avanzar hacia una mayor armonización, pero en la práctica otorga prioridad a la flexibilidad nacional como condición necesaria para que la normativa pueda integrarse en sistemas jurídicos y supervisores todavía diversos.

---

22 No hay que olvidar que, aunque la *Guía sobre gobierno interno* facilita un modelo de declaración, este no es obligatorio.

## BIBLIOGRAFÍA

- Autoridad Bancaria Europea. (2025). *Draft revised Guidelines on internal governance under Directive 2013/36/EU*. Consultation Paper, 20, European Banking Authority. <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-08/654f1ca6-0cad-4a2a-b85c-dd2abfae5fe6/Consultation%20Paper%20on%20draft%20amended%20Guidelines%20on%20internal%20governance.pdf>
- Autoridad Europea de Valores y Mercados y Autoridad Bancaria Europea. (2026). *Draft Joint ESMA and EBA Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU*. ESMA35-243228190-8034. Consultation Paper, 03, European Banking Authority. <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2026-02/cd383d03-0d19-49a6-81f0-3b5a554886fc/CP%20on%20Joint%20GLs%20on%20suitability.pdf>
- Banco Central Europeo. (2021). *Guide to fit and proper assessments*. [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.fit\\_and\\_proper\\_guide\\_update202112~d66f230eca.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.fit_and_proper_guide_update202112~d66f230eca.en.pdf)
- Banco Central Europeo. (2024). *Draft guide on governance and risk culture*. [https://www.bankingsupervision.europa.eu/framework/legal-framework/public-consultations/pdf/ssm.pubcon202407\\_draftguide.en.pdf?4532f41855e11e6a317fcb07e5532b56&4532f41855e11e6a317fcb07e5532b56](https://www.bankingsupervision.europa.eu/framework/legal-framework/public-consultations/pdf/ssm.pubcon202407_draftguide.en.pdf?4532f41855e11e6a317fcb07e5532b56&4532f41855e11e6a317fcb07e5532b56)
- Banco Central de Irlanda. (2023a). *Individual accountability framework*. <https://www.centralbank.ie/regulation/how-we-regulate/individual-accountability-framework>
- Banco Central de Irlanda. (2023b). *Annex 1 to the Consultation Paper 153. Draft Regulations*. [https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/consultation-papers/cp153/annex-1-to-the-consultation-paper-153-draft-regulations.pdf?sfvrsn=502a991d\\_4](https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/consultation-papers/cp153/annex-1-to-the-consultation-paper-153-draft-regulations.pdf?sfvrsn=502a991d_4)
- De Nederlandsche Bank. (2024). *How to bring the professional oath to life in daily practice*. <https://www.dnb.nl/media/ohbbh4qs/beroepseed-brochure-eng.pdf>
- Dutch Authority for the Financial Markets. (s. f.). *Oath or affirmation*. <https://www.afm.nl/en/sector/themas/verplichtingen-voor-ondernemingen/eed-of-belofte>
- European Commission. (2021). *Impact assessment report Accompanying the documents Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council amending Regulation (EU) No 575/2013 on prudential requirements for credit institutions as regards requirements for credit risk, credit valuation adjustment risk, operational risk, market risk and the output floor Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council amending Directive 2013/36/EU as regards supervisory powers, sanctions, third-country branches, and environmental, social and governance*. Staff Working Document, 320, October 27. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52021SC0320>
- Financial Conduct Authority. (2019). *FG19/2 Senior Managers and Certification Regime: Guidance on statements of responsibilities and Responsibilities Maps for FCA firms*. <https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg19-02.pdf>
- Oliveira, Rita, Ruth Walters y Raihan Zamil. (2023). "When the music stops – holding bank executives accountable for misconduct". FSI Insights on policy implementation, 48, Financial Stability Institute - Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/fsi/publ/insights48.pdf>

Cuadro A.1

**Responsabilidades prescritas (Banco Central de Irlanda)****Responsabilidades generales prescritas**

Por el cumplimiento, por parte de la entidad, de sus obligaciones bajo el *Senior Executive Accountability Regime*.

Por el cumplimiento, por parte de la entidad, de sus obligaciones bajo el *Fitness and Probity Regime*.

Integrar los estándares de conducta en toda la entidad.

Liderar el desarrollo de la cultura de la entidad, incluida la implementación de políticas y procedimientos eficaces de gestión de conflictos de interés en relación con los riesgos de protección al consumidor.

Adoptar la cultura de la entidad en la gestión diaria de la entidad.

Supervisar el desarrollo e integración de una cultura positiva, la protección al consumidor y los riesgos de conducta dentro de las políticas y prácticas de remuneración de la entidad.

Asegurar que se tomen medidas para evitar daños o perjuicios adicionales a los clientes cuando la entidad tenga conocimiento de que una decisión, acción o falta de acción ha causado daño o perjuicio.

Considerar adecuadamente el impacto de iniciativas clave del negocio y decisiones estratégicas, y garantizar que se realicen los cambios necesarios antes de su implementación para evitar daños a los clientes.

Salvaguardar la independencia de la función de auditoría interna y supervisar dicha función y al responsable de Auditoría Interna.

Salvaguardar la independencia de la función de cumplimiento normativo y supervisar dicha función y al responsable de Cumplimiento.

Salvaguardar la independencia de la función de riesgos y supervisar dicha función y al responsable de Riesgos.

Liderar el desarrollo y supervisar la implementación de políticas y procedimientos eficaces para la planificación de sucesiones, inducción, formación y desarrollo profesional de todos los miembros del Consejo de Administración.

Asegurar la independencia, autonomía y eficacia de las políticas y procedimientos de la entidad sobre denuncias internas (*whistleblowing*).

Supervisar la implementación de políticas y procedimientos eficaces para la planificación de sucesiones, inducción, formación y desarrollo profesional del personal.

Desarrollar y mantener el plan de recuperación de la entidad; garantizar la elaboración y envío exacto y oportuno de toda la información requerida para fines de recuperación y resolución; implementar las medidas necesarias para la operatividad de estrategias de recuperación y resolución, y supervisar los procesos internos relacionados con su gobernanza, incluida la coordinación del cumplimiento de la entidad en estos aspectos.

Gestionar las pruebas de resistencia internas de la entidad (*stress tests*) y asegurar la exactitud y puntualidad de la información proporcionada al Banco Central de Irlanda para dicho propósito.

Desarrollar y mantener el modelo de negocio.

Gestionar el cálculo y mantenimiento del capital, financiación y liquidez de la entidad.

Gestionar la función de tesorería y los riesgos asociados.

Asegurar la exactitud, integridad y entrega puntual de los informes financieros y declaraciones regulatorias de la entidad.

Desarrollar estructuras y mecanismos para supervisar, monitorizar y evaluar la idoneidad y desempeño del marco de externalización de la entidad, incluidos los acuerdos de externalización y los riesgos asociados.

Gestionar la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo (AML/CFT), incluidos el desarrollo, implementación y supervisión de un marco sólido de AML/CFT con sistemas y controles eficaces.

Cumplir los requerimientos relativos a la salvaguarda de los activos de los clientes.

Supervisar el desarrollo, diseño, distribución y revisión de productos y los acuerdos de venta y postventa para asegurar resultados justos para los clientes.

Desarrollar e implementar la estrategia de TIC; garantizar la operación eficiente y segura de los sistemas TIC; supervisar los proyectos TIC, y gestionar y desarrollar los recursos TIC.

Liderar el desarrollo de un marco e implementar los requisitos de conducta, incluida la exactitud, integridad y entrega puntual de la información de conducta.

Desarrollar un estatuto de auditoría interna, desarrollar un plan de auditoría basado en riesgos y asegurar que se tomen acciones apropiadas y oportunas sobre los hallazgos de auditoría.

Gestionar el enfoque de la entidad para identificar, evaluar y gestionar los riesgos relacionados con el clima y el medio ambiente.

Supervisar la adopción de la política de diversidad e inclusión de la entidad.

**FUENTE:** Banco Central de Irlanda (2023b).

**Responsabilidades por sector o circunstancias específicas****Entidades de crédito**

Responsabilidad de supervisar el proceso de concesión de créditos para nuevas operaciones, renovaciones y refinanciaciones; proporcionar análisis y cuestionamiento crítico sobre todos los aspectos de las exposiciones de riesgo crediticio actuales y propuestas, y proporcionar información completa y oportuna a la alta dirección y al comité de crédito sobre el cumplimiento de políticas.

**Por circunstancias específicas**

Cuando la entidad realice operaciones de negociación por cuenta propia (*proprietary trading*), responsabilidad sobre dichas actividades.

Cuando la entidad no cuente con un responsable de riesgos, responsabilidad del cumplimiento de los sistemas, políticas y procedimientos de gestión del riesgo.

Cuando la entidad externalice su función de auditoría interna, responsabilidad de tomar medidas razonables para garantizar que todas las personas involucradas en dicha función sean independientes de quienes realizan la auditoría externa.

Cuando la entidad haya creado un comité específico para tratar asuntos regulatorios, responsabilidad de gestionar el funcionamiento del comité y de proporcionar informes completos y oportunos a la alta dirección y al Consejo.

**FUENTE:** Banco Central de Irlanda (2023b).

## Cómo citar este documento

Cachá Acosta, M.<sup>a</sup> del Mar. (2026). "Hacia una cultura de responsabilidad: el papel de los individuos en la Directiva Europea de Requerimientos de Capital tras las últimas modificaciones". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 50, primavera. <https://doi.org/10.53479/43309>

## ARTÍCULOS PUBLICADOS EN REVISTA DE ESTABILIDAD FINANCIERA

### Número 39 – otoño 2020

La respuesta regulatoria y supervisora frente a la crisis derivada del Covid-19  
*Rebeca Anguren, Luis Gutiérrez de Rozas, Esther Palomeque y Carlos J. Rodríguez*

Retos asociados al uso de las calificaciones crediticias de las agencias en el contexto de la crisis del Covid-19  
*Elena Rodríguez de Codes, Antonio Marcelo, Roberto Blanco, Sergio Mayordomo, Fabián Arrizabalaga y Patricia Stupariu*

At-risk measures and financial stability  
*Jorge E. Galán and María Rodríguez-Moreno*

Stablecoins: risks, potential and regulation  
*Douglas Arner, Raphael Auer and Jon Frost*

Digitalization, retail payments and Central Bank Digital Currency  
*Jorge Ponce*

A future-proof retail payments ecosystem for Europe – the Eurosystem’s retail payments strategy and the role of instant payments therein  
*Mirjam Plooi*

La incorporación de factores de sostenibilidad en la gestión de carteras  
*Ricardo Gimeno y Fernando Sols*

### Número 40 – primavera 2021

Medidas de apoyo en el sector bancario: moratorias de préstamos  
*Gabriel Jiménez, Eduardo Pérez Asenjo, Raquel Vegas y Carlos Trucharte*

Estimating the cost of equity for financial institutions  
*Luis Fernández Lafuerza and Javier Mencía*

La adaptación de la función de supervisión de las entidades de crédito a la crisis derivada del COVID-19  
*Sonsoles Eirea, María Oroz y Carlos Díez*

Euro area bank profitability and consolidation  
*Édouard Fernandez-Bollo, Desislava Andreeva, Maciej Grodzicki, Lise Handal and Rose Portier*

Función y puesta en práctica de las nuevas herramientas macroprudenciales a disposición del Banco de España  
*Ángel Estrada y Christian Castro*

Implicaciones de una moneda digital soberana mayorista apoyada en tecnología de registros distribuidos para las infraestructuras del mercado financiero  
*José Luis Romero Ugarte, Abel Sánchez Martín, Carlos Martín Rodríguez y Justo Arenillas Cristóbal*

Cyber risk as a threat to financial stability  
*Francisco José Herrera Luque, José Munera López and Paul Williams*

Diseño de escenarios macroeconómicos para las pruebas de resistencia de cambio climático  
*Pablo Aguilar, Beatriz González y Samuel Hurtado*

## Número 41 – otoño 2021

Central bank digital currencies and financial stability  
*Jean-Pierre Landau*

Un primer análisis de los riesgos de transición energética con el marco de pruebas de resistencia FLESB del Banco de España  
*Alejandro Ferrer, Javier García Villasur, Nadia Lavín, Irene Pablos Nuevo y Carlos Pérez Montes*

Archegos y Greensill: caída, reacciones y aspectos comunes  
*José Alonso Olmedo, Rebeca Anguren Martín, María Gamoneda Roca y Pablo Pérez Rodríguez*

Measuring interconnectedness across institutions and sectors  
*Julio Gálvez*

Fortaleciendo la ciberresiliencia del sector financiero. Evolución y tendencias  
*Silvia Senabre, Iván Soto y José Munera*

Regulating for competition with BigTechs: banking-as-a-service and “beyond banking”  
*José Ramón Martínez Resano*

Novedades regulatorias en materia de solvencia, recuperación y resolubilidad bancarias  
*Ignacio Colomer, Sara González Losantos, María López Pérez y Luis Mohedano Gómez*

Programa de la Tercera Conferencia de Estabilidad Financiera del Banco de España y del CEMFI

## Número 42 – primavera 2022

Digitalisation and banking: new risks and three scenarios for the European banking system of the future  
*Thorsten Beck y Antonio Sánchez Serrano*

Reflections on the future business model of European banks and the supervisory approach  
*Julio R. Hernández, Alejandra Bernad, Laura Hierro y Ana M. Gómez-Bezares*

Análisis económico de las comisiones bancarias, su régimen jurídico y su relevancia para la estabilidad financiera  
*Alejandro Ferrer y Álvaro Pereda*

Mercados financieros mayoristas y divisas digitales: avanzando en la tokenización del dinero de banco central  
*Sergio Gorjón*

Indicadores sectoriales para la aplicación de las nuevas herramientas macroprudenciales del Banco de España  
*Carmen Broto, Esther Cáceres y Mariya Melnychuk*

Los diez primeros años de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (2011-2021)  
*Luis Gutiérrez de Rozas*

## Número 43 – otoño 2022

Impacto de las limitaciones sobre el reparto de beneficios, a raíz de la pandemia de COVID-19, en las valoraciones bursátiles de los bancos de Europa y de Estados Unidos  
*Irene Pablos Nuevo y Carlos Pérez Montes*

Structural risk indicators for the Spanish banking sector  
*Carmen Broto y Mariya Melnychuk*

Digital resilience and financial stability. The quest for policy tools in the financial sector  
*José Ramón Martínez Resano*

Unwrapping black-box models: A case study in credit risk  
*Jorge Tejero*

## Número 44 – primavera 2023

The EURIBOR surge and bank deposit costs: an investigation of interest rate pass-through and deposit portfolio rebalancing

*Alejandro Ferrer, Gergely Ganics, Ana Molina y José María Serena*

EU energy derivatives markets: structure and risks

*Antoine Bouveret, Davide Di Nello, Jordi Gutierrez y Martin Haferkorn*

Digital assets and reporting: is there anything new under the sun?

*Fernando García Martínez y José Ramón Martínez Resano*

Cambio climático, información y riesgos financieros: ¿horizontes lejanos?

*Covadonga Martínez y Pablo Pérez Rodríguez*

La regulación de los criptoactivos en el marco internacional y europeo en curso

*Rebeca Anguren, José García Alcorta, Lucas García Calvo, Diego Hernández García y Eva Valdeolivas*

El Banco Central Europeo y la estabilidad financiera: un cuarto de siglo de evolución y transformación (1998-2023)

*Luis Gutiérrez de Rozas*

## Número 45 – otoño 2023

Building trust to prevent banking crises

*Dominique Laboureix y Mark Pozlep*

Las crisis bancarias de 2023: causas y papel de los gestores bancarios, los supervisores y los reguladores

*José Alonso, Rebeca Anguren, M.ª Cruz Manzano y Joaquín Mochón*

Herramientas macroprudenciales en el ámbito de los fondos de inversión abiertos

*María Isabel Cambón y Gema Pedrón*

Publicación de los riesgos ESG bajo el Pilar 3. Primera información de las entidades bancarias españolas y otras europeas

*Herminia Cuevas, Esther Palomeque y Beatriz Santa-Cruz*

La innovación en los pagos minoristas y su impacto en la función de vigilancia de los bancos centrales

*Desirée Alemán, Justo Arenillas, Lourdes Cremades, Rosa Martín y Miguel Pérez*

Cuarta Conferencia de Estabilidad Financiera del Banco de España y del CEMFI

## Número 46 – primavera 2024

Principios básicos de Basilea para una supervisión bancaria eficaz: una actualización tras una década de experiencia

*Asunción Alonso, Danae Durán, Belén García-Olmedo y María Antonia Quesada*

Revisiting the estimation of the cost of equity of euro area banks

*Luis Fernández Lafuerza y Mariya Melnychuk*

El sector bancario del área del euro ante los requerimientos MREL: ¿un reto para los bancos medianos?

*Lucía Ibáñez, Miguel Kruse, María Pollos, José María Serena y Miquel Tarí*

A method for reducing credit scores' sensitivity to economic conditions

*Óscar Fidalgo, Víctor Martínez, Esther Moral y María Oroz*

## Número 47 – otoño 2024

La inteligencia artificial en el sistema financiero: implicaciones y avances bajo la perspectiva de un banco central

*Iván Balsategui, Sergio Gorjón y José Manuel Marqués*

Activos comprometidos en operaciones de financiación garantizada en el sector bancario español  
*Esther Cáceres y Jorge San Vicente*

El Programa de Evaluación del FMI para el sistema financiero español: una visión general desde una perspectiva de estabilidad financiera  
*María Díez Alcoba, Fátima Estacio y Luis Gutiérrez de Rozas*

Resolución bancaria y derecho concursal: interacción y fricciones  
*Juana Pulgar*

#### Número 48 – primavera 2025

El impacto de la DANA de otoño de 2024 desde una perspectiva de estabilidad financiera  
*Carlos Pérez Montes (coord.), Javier García Villasur, Luis Gutiérrez de Rozas, Gabriel Jiménez, Nadia Lavín, Alexandra Matyunina y Raquel Vegas*

La evolución de la calidad del crédito empresarial durante la crisis sanitaria y el ciclo reciente de endurecimiento monetario  
*Javier Delgado y Eduardo Pérez Asenjo*

La evolución de los servicios de pago y su reflejo en la regulación europea  
*José García Alcorta y Cristina Marín Palomino*

A map of the Spanish financial system: A tool for analysing interconnectedness and stress transmission channels  
*Antonio Sánchez Serrano*

#### Número 49 – otoño 2025

Análisis del mercado de crédito privado en España  
*Esther Cáceres, Martin Farias, Gianmarco Ruzzier y Clara (Chi) Xu*

El recurso de las empresas al crédito comercial y su relación con el crédito bancario en España  
*Miguel García-Posada, Sergio Mayordomo, Álvaro Menéndez y Maristela Mulino*

El impacto del apagón del 28 de abril de 2025 sobre los sistemas de pago en España  
*Lourdes Cremades, Álvaro Esandi y Miguel Pérez*

Consolidación bancaria y márgenes de las operaciones bancarias de préstamos y depósitos de las sociedades no financieras en España  
*Luis Medrano Adán y Vicente Salas Fumás*

Determinants of internal ratings-based credit risk-weighted assets in Europe: 2015-23  
*Juan Carlos García-Céspedes y Rubén García-Céspedes*

El Banco de España y la arquitectura de la supervisión bancaria en el siglo XX a través de sus momentos clave: 1921, 1962 y 1977  
*Joaquim Cuevas y María Ángeles Pons*

Quinta Conferencia de Estabilidad Financiera del Banco de España y del CEMFI

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.), que pueden ser consultados en el Repositorio Institucional, en <https://repositorio.bde.es/>.

La mayor parte de estos documentos están disponibles en formato PDF y se pueden descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>.

Se permite la reproducción para fines docentes  
o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2026

ISSN: 1579-3621 (edición electrónica)