

LA NUEVA ARQUITECTURA EUROPEA PARA LA REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERA¹

(THE NEW EUROPEAN ARCHITECTURE
FOR FINANCIAL REGULATION AND SUPERVISION)

Working Paper IE Law School

AJ8-174

05-12-2010

Cátedra PÉREZ-LLORCA/IE de Derecho Mercantil

José Ramón de Hoces

Guillermo García-Perrote

Socio PEREZ-LLORCA
Abogado del Estado (excedente)
jrdehoces@perezllorca.com

Abogado. PEREZ-LLORCA

RESUMEN / ABSTRACT: El presente trabajo analiza la transformación del modelo europeo de regulación y supervisión de los mercados financieros. La nueva arquitectura para la regulación y supervisión financiera se asienta en un conjunto de autoridades, instrumentos y procedimientos que, a partir del 1 de enero de 2011, se ocuparán de: (i) la vigilancia y supervisión del sistema financiero en la Unión Europea, (ii) el tratamiento de los denominados riesgos sistémicos y, como efecto reflejo de tales riesgos, (iii) las eventuales crisis financieras y económicas. El trabajo se centra, en especial, en el análisis de la nueva función de supervisión “macro-prudencial”, que se atribuye a la Junta Europea de Riesgos Sistémicos y que pretende reforzar la identificación, evaluación y priorización de los riesgos para la estabilidad financiera en la Unión Europea.

This paper analyses the renovation of the European model for regulation and supervision of financial markets. The new architecture for financial regulation and supervision is built on a set of authorities, tools and procedures which, from 1 January 2011, will take care of: (i) the monitoring and supervision of the financial system within the European Union, (ii) the treatment of systemic risks and, as a result of them, (iii) the potential financial and economic crisis. In particular, the main focus of this paper is the analysis of the new “macro-prudential” oversight function assigned to the European Systemic Risk Board and aimed at strengthening the identification, assessment and prioritisation of financial stability risks in the European Union.

PALABRAS CLAVE / KEYWORDS: regulación y supervisión de los mercados financieros, riesgos sistémicos, crisis financieras y económicas

Regulation and supervision of financial markets, systemic risks, financial and economic crisis.

¹ La Conferencia contó con la intervención como ponente de Antonio Sáinz de Vicuña, Director General del Servicio Jurídico del Banco Central Europeo y Abogado del Estado (servicio especial). Rafael Pampillón, Profesor del IE Business School, contestó a la intervención y Pedro Pérez-Llorca, Socio Director de PEREZ-LLORCA, actuó como moderador del encuentro.

Copyright ©2010 José Ramón de Hoces y Guillermo García-Perrote
Cátedra PÉREZ-LLORCA/IE de Derecho Mercantil

Este working paper se distribuye con fines divulgativos y de discusión. Prohibida su reproducción sin permiso del autor, a quien deben contactar en caso de solicitar copias.
Editado por el IE Law School y publicado por IE Publishing Madrid, España.

*Copyright ©2010 by José Ramón de Hoces and Guillermo García-Perrote
Cátedra PÉREZ-LLORCA/IE de Derecho Mercantil*

*This working paper is distributed for purposes of comment and discussion only.
It may not be reproduced without permission of the copyright holder.
Edited by IE Law School and printed at IE Publishing Madrid, Spain.*

1. Introducción

El presente trabajo expone, desarrolla y comenta el texto de la ponencia de ANTONIO SÁINZ DE VICUÑA en el III encuentro organizado por el Seminario de la Cátedra PEREZ-LLORCA / IE de Derecho Mercantil el 25 de octubre de 2010. Igualmente se expone y comenta la anterior conferencia de ANTONIO SÁINZ DE VICUÑA sobre “*La nueva función de macro-supervisión. La Junta Europea para Riesgos Sistémicos*”, presentada en las XXXI Jornadas de Estudio de la Abogacía General del Estado de noviembre de 2009.

La reciente crisis económica y del sistema financiero ha puesto de relieve las deficiencias de los modelos de supervisión financiera, tanto en casos concretos como respecto del sistema financiero en su conjunto.

Los modelos de regulación y supervisión nacional han quedado superados ante la interconexión y creciente complejidad de los mercados financieros. Como consecuencia de ello, el nuevo modelo europeo refuerza el marco de la supervisión con vistas a reducir el riesgo y la gravedad de futuras crisis financieras, mediante la creación de:

- (i) un nuevo sistema europeo de supervisión sectorial, integrado por tres Autoridades Europeas de Supervisión (en el sector bancario, en el del mercado de valores, y en el de los seguros y las pensiones de jubilación); y
- (ii) un nuevo macro-órgano encargado de la denominada supervisión “*macro-prudencial*” del sistema financiero, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (“**JERS**”).

Hasta la reciente crisis económica y financiera existía un consenso sobre la idea de que bastaba con la supervisión individualizada de las entidades financieras. A raíz de la crisis, se ha puesto de manifiesto la necesidad de una supervisión del conjunto del sistema, así como de una regulación que atienda al denominado “*riesgo sistémico*”. En cumplimiento de las recomendaciones del “*Grupo Larosière*”, y de las conclusiones sobre el mismo del Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (“*Ecofin*” en sus siglas en inglés) y del Consejo Europeo, se ha procedido a la creación de una nueva arquitectura europea en materia de regulación y de supervisión financiera.

La transformación del modelo europeo de supervisión de los mercados financieros de base nacional a un modelo de supervisión de base comunitaria se asienta en un conjunto de instituciones, mecanismos y autoridades que, a partir del 1 de enero del año 2011, se ocuparán de: (i) la vigilancia y supervisión del sistema financiero en la Unión Europea, (ii) el tratamiento de los denominados riesgos sistémicos y, como efecto reflejo de tales riesgos, (iii) las eventuales crisis financieras y económicas.

Tal y como puso de relieve SÁINZ DE VICUÑA en su intervención, la reciente crisis económica y del sector financiero ha dado lugar a un gran número de estudios de diversa índole sobre sus

causas y consecuencias, así como a numerosos informes de distintas instituciones nacionales e internacionales con propuestas y recomendaciones para su remedio¹.

Como subrayó SÁINZ DE VICUÑA, existe un elevado grado de consenso entre las distintas instituciones regulatorias y de supervisión, nacionales e internacionales, sobre dos cuestiones fundamentales:

- (i) La crisis, financiera primero y económica después, se produce como consecuencia de un cúmulo de causas de distinto origen y naturaleza: económicas, de política monetaria, de deficiente gobierno corporativo, y otras que entran en el ámbito de la denominada “*supervisión micro-prudencial*”, es decir, las que se derivan de la situación o de la evolución concreta de entidades financieras individuales (*e.g.* el crecimiento excesivo del riesgo bancario, motivado en parte por un sistema de incentivos corto-placista y una infravaloración de los riesgos asumidos, con consecuencias en el ratio de capitalización).
- (ii) El Acuerdo Basilea II no proporciona mecanismos de prevención adecuados a este respecto. Veamos:
 - (a) Superando el veterano “*ratio Cooke*” de fondos propios para la banca², Basilea II establece nuevas modalidades para la determinación de los niveles

¹ Cabe destacar, en este sentido, los informes de:

- (i) el Banco de Pagos Internacionales, de junio de 2009 (<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.htm>);
- (ii) el Fondo Monetario Internacional, de abril de 2009 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/01/index.htm>);
- (iii) el Consejo de Estabilidad Financiera (“*Financial Stability Board*”), de octubre de 2009 (http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0910a.pdf);
- (iv) la Comisión Europea, en particular, el Informe del ya citado “*Grupo Larosière*” de febrero de 2009 (http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf);
- (v) la autoridad financiera británica “*FSA*” (“*Financial Services Authority*”), de marzo de 2009 (http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf); y
- (vi) el Parlamento Británico, en particular, un informe de la Cámara de los Lores (<http://www.publications.parliament.uk/pa/ld200809/ldselect/ldconaf/101/101i.pdf>) y otro de la Cámara de los Comunes (<http://www.parliament.the-stationery-office.co.uk/pa/cm200809/cmselect/cmtreasy/767/767.pdf>), ambos de junio de 2009, elaborados los dos tras entrevistar al “*Who’s Who*” del mundo financiero internacional.

² El “*ratio Cooke*” trae su denominación del Presidente del Comité de Supervisores de Basilea en 1988, Peter Cooke, que adoptó un estándar universal de fondos propios para la banca, cifrado en el 8% de los activos en el balance, ponderados según su riesgo. Se revisó en 1999, y de nuevo en 2001, para dar entrada finalmente en 2004 al acuerdo Basilea II que permite mayor flexibilidad en el cálculo de fondos propios.

adecuados de capital, primando la solvencia sobre la liquidez, cuando ha sido ésta y no aquélla el origen de la crisis.

- (b) Además, en cuanto a solvencia se refiere, Basilea II hace depender el nivel de fondos propios de las entidades de crédito del criterio de entidades ajenas a las propias entidades, como son las agencias de calificación (“*rating*”), las cuales, como ahora sabemos, tenían (y tienen) unos conflictos de intereses que las hacen poco fiables a este respecto.
- (c) Finalmente, el modelo de solvencia de las entidades de crédito en el que se funda Basilea II es un modelo pro-cíclico, en el sentido de exigir más capital cuando la situación es desfavorable que cuando la situación es favorable. Ello tiene como consecuencia que cuando se necesita capital es precisamente cuando menos abunda, es más difícil y caro de obtener, lo que ha profundizado las dificultades de adecuada capitalización de las entidades de crédito que esta crisis ha puesto de relieve³.

El presente trabajo recoge y comenta el análisis realizado por SAÍNZ DE VICUÑA sobre la respuesta europea a las carencias de Basilea II y de los modelos de supervisión nacional, así como sobre las lecciones que pueden extraerse de la reciente crisis económica y del sector financiero. Para ello:

- (i) En el Apartado II comenzaremos describiendo brevemente el actual sistema de supervisión financiera en la Unión Europea (“UE”), que queda superado con la nueva arquitectura europea para la regulación y supervisión financiera.
- (ii) En el Apartado III expondremos los fundamentos económicos y jurídicos de la transformación del modelo de supervisión europeo.
- (iii) En el Apartado IV analizaremos la nueva arquitectura europea para la regulación y supervisión financiera, centrándonos en su vertiente más novedosa: la “*macro-prudencial*”.
- (iv) En el Apartado V analizaremos la nueva arquitectura de supervisión fuera de la Unión Europea.
- (v) En el Apartado VI expondremos un resumen de conclusiones.

³ Como subrayó SAÍNZ DE VICUÑA, las carencias de Basilea II son particularmente significativas ya que se adoptó tras siete largos años de discusiones en la sede del Banco de Pagos Internacionales, y, apenas aprobado y puesto en vigor en Europa, demostró su insuficiencia para prevenir una crisis de liquidez. Ahora bien, conviene destacar que Basilea II no se llegó a aplicar en Estados Unidos, cuyos mercados son el origen de la actual crisis.

2. El actual sistema de supervisión financiera en la Unión Europea

En el ámbito nacional existen tres modelos para organizar las funciones reguladoras y supervisoras de los mercados financieros:

- (i) El modelo integrado, o de supervisión centralizada, que reúne las funciones reguladora, supervisora y de vigilancia en una única entidad⁴.
- (ii) El modelo sectorial (banca, valores, seguros y pensiones) que cuenta con entidades separadas para cada ámbito sectorial, con mecanismos de coordinación y distribución de funciones entre entidades supervisoras⁵.
- (iii) El denominado modelo “*Twin Peaks*”, que implica pasar de la anterior división sectorial a una supervisión por objetivos basada en la coexistencia de:
 - (a) un supervisor de la solvencia general de las entidades y su “*riesgo sistémico*”; y
 - (b) otro supervisor que vigile la actuación de las entidades en los mercados, su relación con los clientes y todo aquello que afecta a la transparencia.

Este modelo se basa en la idea de que la solvencia de las entidades financieras, de un lado, y la supervisión del buen funcionamiento del mercado, de otro, responden a finalidades y prácticas distintas. Ello puede provocar conflictos entre una y otra función (e.g. emitir activos titulizados para mejorar el ratio de capital, pero incrementando el riesgo de los inversores)⁶.

Con carácter general, podemos destacar como fortalezas y debilidades de cada uno de los modelos las siguientes:

- (i) El modelo integrado, o de supervisión centralizada, resulta adecuado cuando los mercados e instrumentos financieros están muy integrados y tiene la ventaja de (a) evitar que riesgos equivalentes reciban distinto tratamiento regulatorio según el tipo de entidad financiera, y (b) favorecer la eficiencia y las economías de escala en la supervisión.

Ahora bien, se trata de un modelo de supervisión que, al reunir todos los controles en un regulador único, presenta riesgos de ineficiencia y lentitud en la toma de decisiones

⁴ Este modelo funciona en catorce Estados miembros: Alemania, Austria, Dinamarca, Eslovaquia, Estonia, Finlandia, Hungría, Irlanda, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Suecia y República Checa.

⁵ Este modelo funciona en ocho Estados miembros: Bélgica, Chipre, España, Grecia, Portugal, Rumania, Eslovenia y Luxemburgo.

⁶ Este modelo funciona en cinco Estados miembros: Bélgica, Francia, Holanda, Italia y Reino Unido.

y, además, puede dar lugar a conflictos entre los objetivos de estabilidad (solvencia) y transparencia (normas de conducta).

- (ii) El modelo sectorial resulta adecuado cuando (a) existen sectores claramente diferenciados y acotados, y (b) cada tipo de entidad financiera opera solamente (o, al menos, principalmente) en uno de tales sectores.

Sin embargo, este modelo resulta inadecuado cuando las entidades operan en varios sectores y los productos financieros presentan características mixtas, *i.e.* cuando los mercados e instrumentos financieros están muy integrados. Además, puede (a) provocar que riesgos equivalentes reciban distinto tratamiento regulatorio según el tipo de entidad financiera, y (b) dar lugar a conflictos entre los objetivos perseguidos por los distintos reguladores sectoriales, así como entre los objetivos de estabilidad (solvencia) y transparencia (normas de conducta).

- (iii) El modelo “*Twin Peaks*” o de supervisión por objetivos, al igual que el modelo de supervisión centralizada, resulta adecuado cuando los mercados e instrumentos financieros están muy integrados y tiene las mismas ventajas expuestas en el punto (i) anterior. Además, este modelo facilita que los objetivos de estabilidad y transparencia no entren en conflicto o, en caso contrario, que dicho conflicto se explicita claramente, lo que es especialmente relevante en situaciones de crisis, cuando el objetivo de la estabilidad tiende a primar sobre el de la transparencia⁷.

Este modelo exige una definición clara y precisa de las aéreas de responsabilidad para que no se presenten déficits de control, que constituyen el principal riesgo del sistema de la supervisión por objetivos⁸.

⁷ Conviene destacar que el ya citado informe del “*Grupo Larosière*” de febrero de 2009 y el informe del “*Department of the Treasury*” de Estados Unidos de marzo de 2008 (el “*informe Paulson*”) reconocen las ventajas del modelo de supervisión por objetivos.

En este sentido, el estudio realizado por los economistas del Fondo Monetario Internacional M. CIHÁK y R. PODPIERA encuentra evidencias de una mejor calidad financiera de este modelo respecto de otras formas de supervisión (“Integrated financial supervision: Which model?”, “*North American Journal of Economics and Finance*”, vol. 19 (2), 2008, pp. 135-152).

⁸ También cabe diferenciar entre los Estados miembros que cuentan con sistemas de “*macro-supervisión*” de aquellos que cuentan únicamente con sistemas de “*micro-supervisión*”:

- (i) La “*macro-supervisión*” funciona en dieciséis Estados miembros: Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Francia, Grecia, Hungría, Italia, Malta, Polonia, República Checa, Reino Unido y Rumania.
- (ii) Por su parte, once Estados miembros cuentan únicamente con un sistema de “*micro-supervisión*”: Chipre, Dinamarca, España, Finlandia, Holanda, Irlanda, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Portugal y Suecia.

Una vez expuesto el actual sistema de supervisión financiera en la UE, pasamos a analizar los objetivos, finalidades y principios que justifican su transformación.

3. La reforma como consecuencia de la crisis: fundamentos económicos y jurídicos de la nueva arquitectura europea para la regulación y supervisión financiera

Como se ha avanzado, la reciente crisis económica y del sector financiero ha puesto de relieve las insuficiencias regulatorias y de supervisión de los modelos de base nacional. En este sentido, sobre la base de la intervención de SÁINZ DE VICUÑA y de los ya citados informes del “Grupo Larosière” y del Banco de Pagos Internacionales, podemos aglutinar las principales carencias e insuficiencias regulatorias y de supervisión en tres grandes grupos:

Asimetrías entre los mercados financieros y los sistemas de supervisión.

Descoordinación y falta de convergencia en la supervisión financiera.

Incapacidad de los modelos de supervisión existentes para anticipar riesgos sistémicos.

Pasamos a estudiar cada uno de estos grandes grupos de insuficiencias regulatorias y de supervisión por separado.

3.1. Asimetrías entre los mercados financieros y los sistemas de supervisión: un sistema financiero a dos velocidades

La reciente crisis mundial ha puesto de relieve la existencia de una clara asimetría entre unos mercados financieros globales y una supervisión nacional incapaz de responder a la creciente complejidad y constante evolución de tales mercados.

En efecto, los reguladores y supervisores nacionales se han visto superados por unos mercados financieros caracterizados por la creciente sofisticación de los productos financieros y la asombrosa facilidad de los agentes económicos para transmitir información y cerrar operaciones a la velocidad de la luz. Ello ha provocado que podamos hablar de un sistema financiero a dos velocidades: mientras los mercados evolucionan, se coordinan entre sí y crean interdependencias, los organismos reguladores y supervisores se quedan atrapados en sistemas jurídicos nacionales, a menudo descoordinados y, por extensión, lentos a la hora de responder a problemas transnacionales.

La incapacidad de los sistemas de supervisión para seguir la evolución de los mercados financieros puede observarse, con total claridad, en el proceso de aparición y desarrollo de un sistema financiero no regulado (“*shadow banking system*”⁹), que ahonda en la falta de transparencia contable y la falta de supervisión sobre nuevos productos e instrumentos financieros.

⁹ El “*shadow banking system*” ha cobrado protagonismo en las conclusiones del G-20. Asimismo, ha sido objeto de un controvertido proyecto de directiva de la UE sobre regulación de los “*hedge funds*”.

En este sentido, la existencia de áreas que, pese a no estar reguladas, tienen una incidencia significativa en los mercados financieros, aumenta la vulnerabilidad del sistema financiero en la medida en que:

Fomenta que riesgos semejantes reciban distinto tratamiento regulatorio según el tipo de entidad financiera (el llamado “*arbitraje regulatorio*”), lo que, a su vez, incentiva comportamientos que pueden provocar riesgos sistémicos.

Reduce la capacidad de las autoridades supervisoras que cuentan con una información y un ámbito de actuación insuficientes.

Reduce la confianza de los agentes económicos en el buen funcionamiento de los mercados financieros.

Los sistemas de supervisión tampoco han sido capaces de responder adecuadamente al crecimiento excesivo del endeudamiento y del crédito, con una significativa infravaloración de los riesgos financieros por parte de todo el sistema y, en particular, por parte de un agente no supervisado: las agencias de calificación o “*rating*”. Además, las normas regulatorias y contables, de elevado carácter pro-cíclico, han potenciado estos problemas al acrecentar las dificultades de adecuada capitalización de las entidades de crédito. Y ello, con independencia de que la responsabilidad máxima provenga de la inadecuación de los modelos de negocio basados en un sistema de incentivos corto-placista y de un deficiente gobierno corporativo. Cabe destacar, en particular, los problemas derivados del modelo de negocio “*originate-to-distribute*”¹⁰, que redimensiona las operaciones de crédito hacia una mayor transferencia de riesgos.

Todo ello constata las limitaciones de los perímetros de supervisión y la necesidad de reformar los modelos existentes para posibilitar una supervisión de los mercados financieros de 360 grados, *i.e.* sin perímetros acotados y con objetivos y finalidades ambiciosos. Solamente un sistema de supervisión que abarque a todo el mercado (y no sólo a una parte) será capaz de anticiparse a los fallos del mercado (y no limitarse a tratar de remediarlos). En este sentido, la crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de reformar la arquitectura de la regulación y supervisión financiera en un doble sentido:

- (i) Ampliando su perímetro de actuación para supervisar todos los productos y mercados que puedan dar lugar a perturbaciones que afecten al sistema financiero.
- (ii) Anticipándose a tales perturbaciones, mediante un diagnóstico de los riesgos que pueden provocarlas, tal y como exponemos en el siguiente apartado.

¹⁰ Nuevo modelo de negocio que permitió separar el proceso de extensión de crédito, desde su generación hasta el financiamiento último, en distintos componentes o fases, de una manera similar a, utilizando la célebre expresión de BEN BERNANKE (actual presidente de la [Reserva Federal de los Estados Unidos](#)), la forma en que las empresas manufactureras distribuyen las distintas etapas de producción entre diferentes plantas o localizaciones geográficas. Sobre la base de este nuevo modelo, el enfoque de las operaciones de crédito bancarias cambió hacia un mayor énfasis en la valoración de la transferencia del riesgo.

3.2. Incapacidad de los modelos de supervisión existentes para anticipar riesgos sistémicos: la supervisión “macro-prudencial”

La reciente crisis económica y del sector financiero ha servido para formar un consenso unánime en torno a una idea muy sencilla: el riesgo total del sistema no es igual a la simple agregación de todos los riesgos individuales. Y ello porque el seguimiento de la estabilidad financiera, realizado principalmente por los bancos centrales, se ha mostrado claramente insuficiente para anticipar, controlar y solucionar la acumulación de riesgos que se estaba produciendo.

En primer lugar, los instrumentos e instituciones internacionales de regulación y supervisión se han mostrado incapaces de anticipar y prevenir los riesgos financieros (*e.g.* Basilea II puso el énfasis en garantizar la solvencia de las entidades y no en evitar el riesgo de liquidez, auténtico originador de la crisis¹¹). Además, aun en el hipotético caso de que sí lo hubieran hecho, los actuales sistemas de supervisión carecen de mecanismos institucionales para que la estimación de riesgos sistémicos (no individuales) pueda plasmarse en medidas concretas.

Partiendo de la idea con la que comenzábamos este apartado, todas estas carencias son reconducibles a un único problema básico: se ha venido primando la supervisión individual de las entidades financieras sin prestar la debida atención a las implicaciones agregadas del comportamiento individual de tales entidades.

En definitiva, una de las principales lecciones de la crisis es la necesidad de potenciar la llamada supervisión “*macro-prudencial*” que:

- (i) Refuerce la identificación, el seguimiento y la cuantificación de aquellos riesgos que, al menos potencialmente, pueden afectar a la estabilidad de todo el sistema financiero (*i.e.* los “*riesgos sistémicos*”).
- (ii) Permita diseñar actuaciones concretas, ya sea a través de recomendaciones o de acciones directas por parte de los supervisores, para anticipar, controlar y solucionar tales riesgos.

3.3. Descoordinación y falta de convergencia en la supervisión financiera

La crisis ha evidenciado las carencias de una supervisión nacional ineficiente, internacionalmente descoordinada y que responde a objetivos e intereses distintos. Ello contrasta, insistimos, con el elevado grado de integración de los mercados financieros mundiales, en los que la información fluye a raudales.

El problema radica, esencialmente, en la dispersión de los centros de regulación y supervisión, que, debido a su marcado carácter nacional, cuentan con escasa capacidad para

¹¹ Destacan dos de los casos de entidades fallidas más significativos: el banco “*Northern Rock*” en Inglaterra y el banco de inversión “*Bear Stearns*” en Estados Unidos.

responder a retos globales. Así, una recomendación o decisión de una autoridad de supervisión nacional, por muy acertada que sea, difícilmente podrá plasmarse en medidas reales y efectivas para los mercados financieros internacionales.

La insuficiencia en la coordinación de los supervisores para responder a la integración de los mercados financieros ha sido especialmente evidente en Europa, donde la integración de los sistemas de regulación y supervisión no ha estado a la altura del elevado nivel de integración del mercado financiero. Cabe destacar, en este sentido, la ausencia de poder decisorio de los “Comités Lamfalussy”¹².

A modo de síntesis, pese al carácter complejo de la crisis y los múltiples factores que han contribuido a su expansión y deterioro, podemos sintetizar su origen y causas en dos grandes grupos:

- (i) Desde una perspectiva económico-financiera, el origen de la crisis se sitúa en el funcionamiento inadecuado del mercado y de sus reglas, que han demostrado su incapacidad para conocer, asimilar y decidir sobre aquellos acontecimientos o conductas que ponen en riesgo la estabilidad del sistema financiero.
- (ii) Desde una perspectiva jurídica, el origen de la crisis (o, al menos, una causa de su expansión o deterioro) se sitúa en el fenómeno de la desregulación y la incapacidad y obsolescencia de los sistemas de supervisión de base nacional para (a) detectar los riesgos financieros y (b) actuar para solucionar o mitigar sus consecuencias con la necesaria inmediatez y coordinación.

¹² El denominado proceso “Lamfalussy” se utiliza en la Unión Europea para el desarrollo regulatorio de los servicios financieros. Debe su nombre al presidente del comité asesor que lo creó, en marzo del 2001 (Alexandre Lamfalussy), y está constituido por los siguientes cuatro niveles, cada uno de ellos centrado en un estadio específico de la implementación de la legislación financiera:

- (i) En el primer nivel, se encuentran las Directivas y Reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo.
- (ii) En el segundo nivel, se sitúan las Directivas y Reglamentos de la Comisión. En este nivel, la Comisión coordina el trabajo de Comités sectoriales específicos y reguladores sobre detalles técnicos, dando lugar a la aprobación de una norma de desarrollo.
- (iii) En el tercer nivel, los llamados Comités específicos de nivel 3 asesoran sobre los detalles técnicos (guías interpretativas, estándares y recomendaciones no obligatorias) que son acordados en el seno de los mismos por votación de los representantes de los Estados miembros.

Se trata de los Comités de Supervisores Bancarios Europeos (“CEBS”), de Reguladores Europeos de Valores (“CESR”) y Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones (“CEIOPS”).

- (iv) En el cuarto nivel, la propia Comisión Europea realiza el seguimiento y vigilancia de la aplicación de la normativa comunitaria por los Estados Miembros.

Este sistema pretende lograr interpretaciones más consistentes de la legislación comunitaria, mayor convergencia en las prácticas supervisoras nacionales, y calidad técnica en la legislación de servicios financieros.

En este sentido, el ya citado informe del “*Grupo Larosière*” subrayó la incapacidad de los mecanismos de control del sistema financiero no sólo para detectar anticipadamente los acontecimientos y operaciones que precipitaron la crisis, sino también para responder con prontitud a fin de solucionar o mitigar sus consecuencias de modo coordinado entre todas las autoridades de supervisión.

El presente trabajo se centra en el segundo de estos grandes grupos. Conviene destacar, en este sentido, que las propias normas que operan la reforma del modelo europeo de regulación y supervisión financiera identifican como fundamentos jurídicos y económicos de la reforma los expuestos en el párrafo anterior¹³.

4. La modificación estructural del sistema europeo de regulación y supervisión financiera

En síntesis, la nueva arquitectura europea para la regulación y supervisión financiera se asienta en tres grandes pilares:

- (i) En el primer pilar, los estándares técnicos que elaborarán las Autoridades Europeas de Supervisión (“AES”) con vistas a fijar y armonizar los conceptos, métodos y procedimientos aplicables al nuevo marco de supervisión. Como consecuencia de ello, las nuevas autoridades reguladoras y supervisoras y, muy especialmente, la JERS, dispondrán de los instrumentos técnicos adecuados para comparar toda la información que fluye en el mercado, detectar los riesgos que acechan en los mercados, así como para responder con rapidez y de forma coordinada a solucionar tales riesgos.
- (ii) En el segundo pilar, las medidas de coordinación y resolución de los posibles desacuerdos entre las autoridades de supervisión nacional que adopten las AES en sus respectivos ámbitos competenciales.
- (iii) En el tercer pilar, se incluye un conjunto de medidas heterogéneas que resultan necesarias para la aplicación de la nueva organización del sistema de supervisión financiera, entre las que cabe destacar las medidas de alerta que puede adoptar la JERS en situaciones de “*riesgo sistémico*”.

El presente trabajo se centra precisamente en las medidas adoptadas en relación con el “*riesgo sistémico*” y la supervisión “*macro-prudencial*” del sistema. Para ello:

- (i) En el Subapartado A comenzaremos describiendo brevemente el nuevo Sistema Europeo de Supervisores Financieros.

¹³ Considerando primero de la Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo, de 26 de octubre de 2009, por la que se modifican las Directivas de los mercados financieros para adecuar la legislación comunitaria a los nuevos poderes de las Autoridades Europeas de Supervisión [COM (2009) 576 final].

- (ii) En el Subapartado B analizaremos las diferentes dimensiones de la nueva función de supervisión “*macro-prudencial*”, así como los efectos positivos que supone y los problemas jurídicos y de eficacia práctica que plantea.
- (iii) En el Subapartado C describiremos brevemente las funciones y la estructura organizativa de las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión.

4.1. El Sistema Europeo de Supervisores Financieros

La reforma del sistema europeo de regulación y supervisión financiera se ha implementado a través de cuatro Reglamentos¹⁴, que entrarán en vigor el próximo 1 de enero de 2011, y una Directiva:

- (i) Tres de los Reglamentos crean las nuevas autoridades europeas de supervisión sectorial:
 - (a) la Autoridad Europea Bancaria (“**AEB**”)¹⁵;
 - (b) la Autoridad Europea de Valores y Mercados (“**AEVM**”)¹⁶; y
 - (c) la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (“**AESPJ**”)¹⁷.
- (ii) Un Reglamento que crea la JERS¹⁸.

¹⁴ Aprobados por el Parlamento y el Consejo Europeo el 22 de septiembre de 2010 y ratificados formalmente por el “*Ecofin*” el 17 de noviembre de 2010.

¹⁵ Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 22 de septiembre de 2010, sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se crea una Autoridad Bancaria Europea [COM(2009)0501 – C7-0169/2009 – 2009/0142(COD)].

¹⁶ Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 22 de septiembre de 2010, sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se crea una Autoridad Europea de Valores y Mercados [COM(2009)0503 – C7-0167/2009 – 2009/0144(COD)].

Nótese que la AEVM asume las competencias supervisoras sobre las agencias de calificación (“*rating*”) reguladas por el nuevo Reglamento (CE) 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre, sobre las agencias de calificación crediticia.

¹⁷ Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 22 de septiembre de 2010, sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se crea una Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación [COM(2009)0502 – C7-0168/2009 – 2009/0143(COD)].

¹⁸ Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 22 de septiembre de 2010, sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a la supervisión macro-prudencial comunitaria del sistema financiero y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico [COM(2009)0499 – C7-0166/2009 – 2009/0140(COD)] (el “**Reglamento JERS**”). Asimismo, por medio de otro Reglamento se confía al Banco Central Europeo una serie de cometidos específicos en relación con el funcionamiento de la JERS [COM 05551/2010 – C7-0014/2010 – 2009/0149(CNS)].

- (iii) Por último, una Directiva “*ómnibus*” acomoda la legislación comunitaria al nuevo marco de regulación y supervisión financiera¹⁹.

La JERS y las AES se integran en el Sistema Europeo de Supervisores Financieros (“**SESF**”)²⁰. Tal y como se desprende claramente de las exposiciones de motivos o considerandos de los textos normativos de la reforma, el SESF tiene como objetivo esencial garantizar que la legislación financiera europea sea aplicada adecuadamente con vistas a preservar la estabilidad financiera, asegurar la confianza pública en el sistema y la protección de los usuarios de servicios financieros.

Para ello, el SESF se estructura como una agrupación de autoridades públicas, de carácter nacional y supranacional, que se organiza, tal y como expuso SÁINZ DE VICUÑA, en los siguientes tres niveles:

- (i) En el primer nivel, se encuentran las autoridades nacionales de supervisión, que conservan sus competencias de tutela respecto de sus correspondientes ámbitos territoriales, dentro del nuevo marco regulador que les impone una cierta dependencia de su respectiva AES.

En este sentido, la reforma conllevará una cierta limitación a los instrumentos de actuación disponibles para las autoridades nacionales, en la medida en que quedarán mediatizados por algunas de las decisiones ordenadas por las autoridades europeas y cuyo cumplimiento deberá hacerse en sede nacional.

- (ii) En el segundo nivel, se sitúan las tres nuevas AES, que tienen una posición intermedia o de enlace entre las autoridades nacionales y la JERS.
- (iii) En el tercer nivel, se encuentra la JERS, que centralizará, gestionará y garantizará la supervisión del SESF²¹.

¹⁹ Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 22 de septiembre de 2010, sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 1998/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados [COM(2009)0576 – C7-0251/2009 – 2009/0161(COD)].

²⁰ El SESF se regula en los Reglamentos de las AES.

²¹ Asimismo, en el marco del SESF se establece un Comité Conjunto (integrado por los Presidentes de las AES, la JERS y el Subcomité sobre conglomerados, y el Director Ejecutivo), encargado de las siguientes funciones:

- (i) Asegurar la consistencia intersectorial de la regulación financiera, en particular: contabilidad, auditoría, productos y blanqueo.
- (ii) Regulación y supervisión de conglomerados financieros, creándose al efecto un Subcomité de conglomerados financieros.

En el siguiente apartado centramos el análisis en el tercer nivel del SESF referido a la supervisión “*macro-prudencial*” de todo el sistema.

4.2. La nueva función de supervisión “*macro-prudencial*”: la JERS

Uno de los pilares esenciales sobre los que se asienta la nueva arquitectura europea para la regulación y supervisión financiera es el refuerzo de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Para ello, se crea la JERS como institución encargada de la supervisión “*macro-prudencial*” del sistema financiero europeo.

4.2.1. Aproximación conceptual

A efectos meramente introductorios, y sin realizar ahora mayores precisiones, la JERS es el órgano de dirección y ordenación de los mercados financieros europeos encargado de la supervisión “*macro-prudencial*” de dichos mercados²². En concreto, la JERS tiene que cumplir los siguientes objetivos y funciones:

- (i) Prevenir y evitar episodios de perturbaciones financieras generalizadas derivadas de los denominados “*riesgos sistémicos*”.

En este sentido, la JERS se encargará de identificar, advertir y comunicar los hechos, acontecimientos y actos que hagan peligrar el funcionamiento de los mercados o supongan una amenaza a la estabilidad del sistema financiero. A tales efectos, dirigirá avisos y recomendaciones a otras autoridades europeas y nacionales de supervisión con las medidas a seguir para prevenir los riesgos del mercado y/o corregir sus consecuencias.

- (ii) Asegurar el buen funcionamiento del mercado interior.
- (iii) Garantizar una contribución sostenible del sector financiero al crecimiento económico.

(iii) Actuación conjunta en cuestiones intersectoriales y análisis “*micro-prudencial*” intersectorial.

(iv) Asegurar el intercambio de información entre sus miembros.

(v) Mediar y, en su caso, resolver las diferencias entre sus miembros.

Conviene destacar que las competencias reconocidas a las autoridades europeas de supervisión respecto de las divergencias entre las autoridades nacionales ahondarán en la homogeneidad y coherencia de las distintas actuaciones supervisoras.

²² La JERS, con sede en Frankfurt, cuenta en su Junta General con treinta y siete miembros con voto: (i) el Presidente y Vicepresidente del Banco Central Europeo y los Gobernadores de los Bancos Centrales nacionales; (ii) un Comisario europeo; (iii) los Presidentes de las nuevas AES, (iv) el Presidente y los dos Vicepresidentes del Comité Científico Consultivo; y (v) el Presidente del Comité Técnico Consultivo. La Junta General de la JERS incluye, asimismo, un representante de alto nivel de los supervisores nacionales por cada Estado miembro y el Presidente del Comité Económico y Financiero (todos ellos sin voto).

Vemos cómo el análisis “*macro-prudencial*” constituye la razón de ser de la JERS, que se encarga de identificar, valorar y priorizar el nivel de riesgo en los mercados financieros y adoptar las medidas necesarias para evitar o corregir sus desequilibrios potenciales. De este modo, mediante la creación de un “*macro-supervisor*” europeo que considere las diversas interconexiones de los mercados financieros, se pretende superar la fragmentación en el análisis de riesgos que en estos momentos realiza cada uno de los supervisores nacionales.

Si bien el término supervisión “*macro-prudencial*” es un neologismo de reciente creación, la práctica del mundo financiero internacional no ha sido ajena a los objetivos, finalidades y principios que están detrás de aquel término. Así, ya en el año 1997, WIM DUISENBERG, entonces Presidente del Banco de Pagos Internacionales, aludió a la necesidad de una “*macro-supervisión*” de los riesgos de contagio en el sistema financiero, *i.e.* de los “*riesgos sistémicos*”.

En realidad, tal y como señaló SÁINZ DE VICUÑA, la razón de ser de la supervisión “*macro-prudencial*”, así como de la monitorización de los “*riesgos sistémicos*”, responde a una idea muy sencilla: lo que puede ser positivo para una entidad individual puede ser nocivo para el sistema en su conjunto. Por ejemplo, un banco puede tener mucho éxito invirtiendo en activos inmobiliarios, pero si todos los bancos invierten en tales activos y el ciclo es bajista se produce un problema de tipo sistémico.

Como hemos visto, la reciente crisis económica y del sector financiero ha puesto de relieve que no basta con la supervisión “*micro-prudencial*”, sino que también es necesario contar con una supervisión del sistema en su conjunto. Ello se hace particularmente patente en la actualidad, cuando las entidades de crédito, por razones justificadas y positivas para cada entidad individual, restringen el crédito para evitar riesgos y obtener mejores ratios de capital. Lo que ocurre es que esa acción individual de cada entidad, positiva para ella, produce colectivamente un efecto especialmente grave: la falta de crédito en la economía real, con las consecuencias perniciosas para todo el sistema financiero que ello conlleva.

La supervisión “*macro-prudencial*” tiene como objetivo fundamental la estabilidad financiera, esto es, el funcionamiento normal de los mercados financieros, de forma que cualquier perturbación o riesgo quede absorbido por el sistema, sin afectar a la economía real. Por ello, la supervisión “*macro-prudencial*” se centra en el conjunto del sistema, sin circunscribirse únicamente a los mercados financieros. Tiene, en definitiva, una visión omnicomprensiva de la protección del “*riesgo sistémico*”: todo aquello que pueda poner en riesgo la estabilidad financiera, incluidos riesgos provenientes del exterior.

Ello resulta fundamental en el mundo actual de economías globalizadas con múltiples interdependencias. Esta crisis encuentra su origen en Estados Unidos, pero en el pasado próximo se han producido las crisis mexicana, asiática, rusa y argentina, por poner ejemplos históricos de problemas que, viniendo del exterior, acaban contaminando y teniendo una repercusión significativa en los sistemas financieros nacionales.

Asimismo, la supervisión “*macro-prudencial*” incluye en su ámbito de actividad la supervisión de:

- (i) El denominado “*shadow banking system*” compuesto por los grandes operadores financieros no supervisados, como los “*hedge funds*”²³ o las grandes compañías de inversión.
- (ii) Las infraestructuras del mercado financiero, como los sistemas de liquidación de valores, los sistemas de pagos y las telecomunicaciones propias del sector.
- (iii) Las entidades no supervisadas con incidencia sobre la estabilidad financiera, como las agencias de “*rating*” o las entidades activas en el mercado de los productos derivados²⁴.

En definitiva, mientras la “*micro-supervisión*” se basa en una previa delimitación normativa de las entidades sujetas a la autoridad supervisora, para la “*macro-supervisión*” no es precisa dicha delimitación: se extiende a cuanto pueda incidir sobre la estabilidad financiera.

Todo ello se ha concretado en el establecimiento de un amplio elenco de funciones para la JERS, que podemos aglutinar en torno a tres grandes fases:

- (i) En una primera fase, la JERS se encarga de la identificación, evaluación y priorización de los riesgos para la estabilidad financiera en la UE, en particular los derivados de la evolución del sistema financiero y de sus efectos en la economía real.

Para ello, la JERS debe:

- (a) especificar y obtener la información necesaria para identificar y evaluar el “*riesgo sistémico*” en el ámbito de la UE; y

²³ También denominados fondos de inversión libre, fondos de cobertura, instrumentos de inversión alternativa o fondos de alto riesgo.

Se trata de vehículos de inversión sometidos a una regulación muy reducida y a escasas obligaciones de información, liquidez y solvencia. Se caracterizan, esencialmente, por:

- (i) Perseguir rendimientos absolutos en lugar de rendimientos relativos basados en un índice de referencia.
- (ii) Utilizar técnicas de inversión financieras no permitidas para los fondos tradicionales: venta al descubierto o “*short-selling*”, uso de derivados financieros (“*credit default swaps*” o seguro de impagos; permutas financieras, contratos de futuros, etc.), y compra de valores mediante apalancamientos agresivos.
- (iii) Ser gestionados por sociedades profesionales (bancos de inversión o gestoras de fondos) que cobran comisiones sobre resultados obtenidos y, en general, no disponibles para el público al requerir unos importes mínimos de inversión muy elevados.

²⁴ Conviene destacar el célebre caso de la crisis de la gran empresa de seguros americana “*AIG*”, que no operaba en el mercado de derivados de crédito como compañía de seguros, sino por medio de una filial no consolidable y, por tanto, no supervisada; y que fue objeto de un rescate multimillonario por parte del Tesoro norteamericano.

- (b) colaborar con las instituciones internacionales responsables de asegurar la estabilidad financiera; en particular, con el Consejo de Estabilidad Financiera y el Fondo Monetario Internacional.
- (ii) Una vez identificados y priorizados los riesgos, la JERS se encarga de emitir (a) alarmas de riesgo y/o (b) recomendaciones para la adopción de medidas, incluso de carácter normativo, en relación con los riesgos identificados²⁵.
- (iii) Finalmente, la JERS se encarga del seguimiento de las medidas adoptadas por las autoridades receptoras de las alarmas de riesgo y/o recomendaciones, con base en el principio “*Comply or explain*” (“*actuar o dar explicaciones*”)²⁶.

Una vez expuesto y delimitado el concepto de supervisión “*macro-prudencial*”, pasamos a analizar las diferentes dimensiones del concepto puestas de relieve por SÁINZ DE VICUÑA.

4.2.2. Dimensión horizontal de la supervisión “*macro-prudencial*”

En primer lugar, el aspecto más evidente de la subdivisión del concepto de supervisión “*macro-prudencial*” es su dimensión horizontal: la misma se centra primordialmente en las interconexiones entre los diversos sectores y entre los diversos agentes del mercado, *i.e.* analiza los riesgos de contagio en todos los niveles del sistema financiero²⁷.

Conviene destacar que las conexiones entre los distintos operadores y entre los distintos sectores requieren analizar la liquidez y no solamente la solvencia, porque hay muchos sectores en donde el negocio depende de la liquidez del mercado. En el análisis horizontal de los riesgos de contagio resulta necesario descender del nivel global y sumergirse en los

²⁵ La JERS decidirá en cada caso concreto si hace públicas las alertas o recomendaciones que acuerde o si, por el contrario, las comunica confidencialmente a las autoridades públicas.

Entendemos que el análisis individualizado de la publicidad de las alertas o recomendaciones está justificado en la medida en que (i) de un lado, la publicidad de las mismas puede aumentar la presión para su seguimiento, pero (ii) de otro, la difusión de una determinada información puede provocar inestabilidades no deseadas en los mercados financieros.

²⁶ Los destinatarios de las recomendaciones deberán cumplir con las mismas o, en caso contrario, justificar los motivos de su no seguimiento.

Las recomendaciones y alertas tempranas de la JERS, destinadas a mitigar o prevenir los posibles riesgos para la estabilidad del sistema financiero europeo, podrán estar dirigidas a la comunidad europea en su conjunto, a uno a varios Estados miembros, a una o varias de las nuevas AES, a una o varias de las autoridades nacionales de supervisión de forma directa, así como a la Comisión Europea en relación con la legislación pertinente de la UE.

²⁷ En este sentido, la zona euro presenta una fragilidad mayor que otros mercados puramente locales en la medida en que la Unión Económica y Monetaria ha multiplicado el riesgo de contagio, en mayor grado, naturalmente, para aquellas entidades que operan internacionalmente. En efecto, la moneda común supone una mayor vulnerabilidad ya que, pese a existir una zona monetaria única, nos encontramos con una pluralidad de ordenamientos jurídicos, similares y convergentes en aspectos fundamentales, pero divergentes en el detalle y con normas y autoridades distintas.

diferentes segmentos del mercado en la medida en que cada uno de ellos tiene diferentes grados de interconexión. El análisis de las conexiones debe, a su vez, distinguir entre distintos modelos de negocio ya que, por ejemplo, hay modelos vinculados a una liquidez que proviene del exterior, modelos en los que hay un tipo o grupo de inversores más estable y menos sensible a las evoluciones de la economía, y modelos, en fin, en los que se aplica una liquidez puramente interna no vulnerable a las oscilaciones del mercado.

El riesgo de contagio (también denominado “*network risk*”) tiene lugar de muchas maneras, que deben ser objeto de un detenido análisis por parte de la JERS. Frecuentemente, el riesgo se produce por el efecto de condiciones habituales en la contratación bancaria, como, por ejemplo, las cláusulas “*cross-default*” o de vencimiento anticipado por otros incumplimientos, que agravan una situación de crisis al contaminar, en un efecto dominó, a contratos en vigor que están siendo cumplidos por el deudor. Dichas cláusulas, aunque en teoría protejan los intereses legítimos de un acreedor singular, en la práctica lo que hacen es actuar como correa de transmisión de problemas desde un deudor al resto de sus acreedores.

En definitiva, superando el mero análisis de los mercados propiamente dichos, la supervisión “*macro-prudencial*” debe adentrarse en las interdependencias de los agentes. Cabe destacar, en este sentido, los siguientes riesgos sistémicos: (i) los riesgos recíprocos entre entidades²⁸; (ii) la concentración sectorial de riesgos; (iii) el riesgo-país, en la medida en que en una economía globalizada las crisis ajenas repercuten en el sistema financiero propio y pueden ser altamente contagiosas; y (iv) las asimetrías de información financiera²⁹.

Con el propósito de dar una adecuada respuesta normativa a tales riesgos, se han incorporado al modelo europeo de regulación y supervisión financiera nuevos mecanismos de supervisión que atienden a todas las posibles causas de las crisis financieras, es decir, al conjunto de operadores y a sus interdependencias, evaluando los riesgos de contagio entre los mismos.

²⁸ Este riesgo provocó la quiebra de los tres grandes bancos islandeses: cada uno de ellos emitía papel que los otros bancos compraban contra su propio papel con vistas a utilizarlo para obtener dinero de terceros bancos extranjeros. Naturalmente, al quebrar uno de los bancos se produjo un efecto dominó y los tres bancos islandeses entraron en insolvencia casi simultáneamente, cayendo el valor del papel en cartera en todos ellos.

²⁹ El riesgo suele ser transferido a quien dispone de menos información sobre él. Es el caso de las permutas de riesgo de crédito (“*credit default swaps*” o “*CDSs*”), que tanto se han desarrollado en los últimos años: ni el transmitente del riesgo ni quien lo asegura recogen la transmisión en su balance, por tratarse de riesgos contingentes.

Una situación general de falta de transparencia que debe rectificarse es la del citado “*sistema bancario en la sombra*” (“*shadow banking system*”), que ha sido un agente importante en la crisis, y que se compone de aquellas entidades y fondos no sujetos a supervisión prudencial que captan recursos de inversores fuera del circuito de los mercados organizados de capitales y los emplean para obtener financiación adicional (apalancamiento o “*leverage*”), que utilizan en operaciones de inversión, financiación o garantía (por ejemplo, comprando “*CDSs*”), contra-asegurándose de todo o parte del riesgo asumido por medio de productos derivados. Su enorme volumen les hace sujetos importantes del “*riesgo sistémico*”, tanto por su posible influencia en los mercados (por ejemplo, con las operaciones de futuros conocidas como “*short selling*”) como por su dependencia de la situación de liquidez general. Al no ser objeto de “*supervisión macro-prudencial*”, no hay transparencia ni marco regulatorio que permita prever y mitigar los “*riesgos sistémicos*” que dichos operadores producen.

4.2.3. Dimensión temporal de la supervisión “macro-prudencial”

Los riesgos sistémicos no son algo estático, sino que dependen de la evolución de la economía y del ciclo económico, así como de las tendencias en relación con los modelos de negocio de los agentes del sistema financiero. La supervisión “macro-prudencial”, al referirse a cuanto afecta a la estabilidad financiera, trata aspectos tan diversos que no puede configurarse como una supervisión estática, sino que debe atender a una realidad en constante evolución como consecuencia, por ejemplo, de los procesos de innovación tecnológica o de los cambios en la propia regulación financiera.

Como se ha avanzado, una de las circunstancias que ayudan a explicar la crisis económica y del sector financiero es el carácter pro-cíclico de algunas disposiciones normativas y contractuales. Cabe destacar la norma contable denominada “mark-to-market”³⁰, que, esencialmente, obliga a contabilizar los activos del balance por su valor de mercado. En un mercado a la baja, esta regla obliga en última instancia a entrar en pérdidas, aunque no se enajenen los correspondientes activos. Como consecuencia de la crisis, la regla está en proceso de revisión, para aplicarla según un horizonte temporal que no resulte vulnerable a las oscilaciones corto-placistas del mercado.

Otro ejemplo de reglas con efecto pro-cíclico son las cláusulas contractuales denominadas “variation margin clauses” que contienen el siguiente mecanismo de revisión del precio: si los títulos-valores dados en garantía descienden en su “rating”, o simplemente caen en su valor de mercado más allá de un porcentaje, la parte prestataria queda obligada a aportar papel adicional hasta la cifra del riesgo. Recíprocamente, si el valor sube, la prestataria puede retirar el exceso de papel pignorado. Se trata de disposiciones de tipo pro-cíclico, que requieren recursos adicionales en tiempos desfavorables, cuando idealmente habría que usar mecanismos anti-cíclicos que requieran aportación de recursos durante los tiempos favorables en previsión de los tiempos desfavorables. A este respecto, conviene destacar el mérito y el ejemplo que ha dado el ordenamiento español al establecer, contra-corriente, las llamadas provisiones dinámicas, que anticipaban el fin del ciclo inmobiliario exigiendo a la banca, en plena bonanza, la dotación de provisiones anti-cíclicas.

En el enfoque temporal de la estabilidad financiera, la evolución del crédito es uno de los factores clave. En este sentido, unos tipos de interés muy bajos han creado mucha liquidez, lo que, a su vez, ha permitido aumentos en el crédito en porcentajes superiores a los del PIB o el índice de precios al consumo, propiciando y produciendo una asunción excesiva de riesgos. En este sentido, la política monetaria, enfocada a la estabilidad del valor adquisitivo de la moneda, puede provocar fenómenos sectoriales de incremento anormal del valor de ciertos activos (“burbujas”), como ocurrió en el sector informático³¹ y, más recientemente, en el

³⁰ Reflejada en la norma contable internacional IAS 39.

³¹ La célebre “dot-com bubble”, que se refiere a la corriente especulativa que se produjo a finales de los años 90, cuando las bolsas de las naciones occidentales vieron un rápido aumento de su valor debido al avance de las empresas vinculadas al nuevo sector de [Internet](#) y a la llamada [Nueva Economía](#). El período estuvo marcado por la fundación (y en muchos casos, espectacular quiebra) de un nuevo grupo de compañías basadas en [Internet](#) designadas comúnmente empresas “dot-com”.

sector inmobiliario. El problema no es la existencia de episodios sectoriales de alza anormal del precio de ciertos activos, sino lo que ocurre cuando esas burbujas se desinflan provocando consecuencias negativas para todo el sistema financiero. La mayor o menor intensidad del fin de una “*burbuja*” depende del modelo de financiación y de la evolución de los modelos de negocio. Un modelo de financiación que se base en expectativas de incremento de valor de un activo está más expuesto que otro que descansa en los flujos de caja del prestatario. Así como la política monetaria se centra en el índice general de precios al consumo (*i.e.* en asegurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda), la supervisión “*macro-prudencial*” tendrá que analizar los “*riesgos sistémicos*” de las dinámicas de precios mencionadas, y su interacción con los modelos de negocio de los agentes financieros, fomentando medidas que mitiguen tales riesgos.

Vemos cómo la proyección en el tiempo y el dinamismo de las variables monetarias fundamentales se constituyen como elementos clave de la supervisión “*macro-prudencial*”.

La mayor o menor concentración sectorial de riesgos es también fundamental para el análisis temporal de la estabilidad financiera. Si todos los agentes se concentran en un único sector, naturalmente quedan todos sujetos a las vicisitudes y ciclos de ese sector. Tal ha sido el caso, por ejemplo, de la concentración de créditos en el sector inmobiliario. La fijación de criterios para la diversificación del riesgo por sectores de la economía es, por tanto, una cuestión clave para asegurar la estabilidad financiera. Para ello, el ciclo que debe atender el “*macro-supervisor*” no es tanto el macro-económico sino el particular del sector en el que los inversores han concentrado su riesgo.

La dimensión temporal de la supervisión “*macro-prudencial*” exige, asimismo, atender a los parámetros de la gestión de la liquidez y, más concretamente, examinar el desajuste (“*mismatch*”) entre los plazos de las fuentes de liquidez y los de la inversión, no individualmente sino atendiendo a los diferentes modelos de negocio financiero. Por ejemplo, liquidez a corto para financiar riesgos a largo conlleva un desajuste que, cuando es estructural y generalizado, conlleva un elevado “*riesgo sistémico*” y, por tanto, debe mitigarse (por ejemplo, con mayores exigencias de capital o de provisiones específicas o genéricas). Si un modelo de negocio se basa en titularizar y vender el riesgo, y el mercado de titulizaciones se estanca, también existe una situación de “*riesgo sistémico*”.

Para evaluar el éxito de la nueva estructura de supervisión “*macro-prudencial*” en su dimensión temporal, habrá que esperar a los avisos y recomendaciones que adopte la JERS y a la eficacia práctica de los mismos.

4.2.4. Dimensión vertical de la supervisión “macro-prudencial”

Tras la reforma del modelo de supervisión norteamericano³², quedan también sujetas a la autoridad del nuevo “macro-supervisor”, el “*Financial Services Oversight Council*” (“FSOC”), aquellas entidades financieras que, por su tamaño, suponen un “*riesgo sistémico*”, *i.e.* un riesgo de contagio generalizado al resto del sistema en caso de dificultades. De acuerdo con las normas norteamericanas, dichas entidades saldrán del ámbito del respectivo supervisor “micro-prudencial” y pasarán a la jurisdicción del nuevo órgano encargado de la supervisión “macro-prudencial”. Es decir, el ordenamiento americano distingue entre entidades pequeñas y entidades grandes: las primeras sujetas a la supervisión “clásica” del “micro-supervisor” y las segundas sujetas a la supervisión directa del nuevo supervisor “macro-prudencial”.

Por el contrario, en Europa no se hace esta distinción, por lo que no habrá propiamente una dimensión “vertical” de la “macro-supervisión”: todas las entidades financieras reguladas seguirán sujetas a la supervisión tradicional e individualizada del supervisor “micro-prudencial”.

El modelo americano permite combinar las dos perspectivas de supervisión prudencial en la medida en que prevé una micro y una macro supervisión unificadas para aquellas entidades que, debido a su dimensión, pueden crear por sí solas una situación de crisis sistémica. Ello plantea el problema conceptual conocido como “*riesgo moral*” o “*moral hazard*”. En síntesis, este riesgo proviene del privilegio exorbitante con el que cuentan los bancos de “*dimensión sistémica*” si los inversores, las autoridades y las propias entidades piensan que son tan importantes para el conjunto del sistema que el Estado no les dejará caer (“*too big to fail*”).

El debate en torno al “*riesgo moral*” ha provocado que exista cierto consenso sobre la necesidad de establecer mecanismos de salvaguarda para que no se produzcan los efectos perniciosos asociados a dicho riesgo. A este respecto, la reforma del modelo norteamericano ha establecido una serie de mecanismos de salvaguarda, entre los que cabe destacar los siguientes:

- (i) Las entidades de “*dimensión sistémica*” deben adoptar y comunicar planes periódicos que prevean una liquidación ordenada y rápida para los casos de crisis graves.

Esta medida persigue incentivar a las entidades financieras para que racionalicen las estructuras, actividades u operaciones cuya liquidación resulta más compleja.

- (ii) Las entidades financieras se encuentran sometidas a unas obligaciones de solvencia y liquidez destinadas a desincentivar la propia adquisición de una “*dimensión sistémica*”.

³² “*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*”, firmada por el Presidente de Estados Unidos, Barack Obama, el 21 de Julio de 2010.

- (iii) Se establecen determinadas restricciones a las actividades de las entidades y a su crecimiento, destacando, por encima de todas, las obligaciones de desinversión en determinados supuestos particularmente graves.

Las obligaciones de desinversión son particularmente significativas porque suponen un elevado grado de injerencia de los reguladores y supervisores financieros en los mercados; grado de injerencia que entendemos justificado en la medida en que se presenta como la vía más adecuada (y, en todo caso, más eficaz), para responder a las situaciones de “*riesgo moral*”. En este sentido, en el año 2009 la Comisión Europea, en el marco de los correspondientes procedimientos de autorización para ayudas de estado, exigió a dos entidades sistémicas, que habían crecido por la vía de fusiones hasta alcanzar “*dimensión sistémica*”³³, y habían requerido la inyección de fondos propios durante la crisis, a segregar y vender partes de su organización y negocio, precisamente para evitar la situación de “*riesgo moral*” en la que se encontraban³⁴.

Sin embargo, el nuevo marco de supervisión europeo se limita a establecer para las entidades de “*dimensión sistémica*”³⁵, así como para todas las entidades con negocios transfronterizos, una supervisión conjunta con colegios de “*micro-supervisores*”, y en caso de disputas entre ellos, un mecanismo de solución de diferencias en el que las nuevas AES puedan llegar a tener una capacidad decisoria. Estas medidas, aunque positivas, ni resuelven el problema del “*riesgo moral*” ni son sustitutivas de un enfoque sistémico.

Echamos en falta medidas más rigurosas en este ámbito. En especial, entendemos que la nueva arquitectura europea para la regulación y supervisión financiera debería haber previsto mecanismos e instrumentos para evitar el “*riesgo moral*” más exhaustivos y con mayor grado de vinculación jurídica. Cabe destacar, en este sentido, el establecimiento de obligaciones de

³³ Para el ámbito europeo (en rigor, comunitario), el Comité de Supervisores Bancarios de la UE ha definido las características para que un banco reúna la condición de “*sistémicamente importante*”. De cerca de siete mil entidades de crédito de la UE, se han identificado treinta y nueve bancos que tienen “*riesgo sistémico europeo*”. Estos treinta y nueve bancos reúnen el 70% de los activos bancarios de la UE y, por tanto, son claves desde el punto de vista de la estabilidad financiera. De ahí el debate durante los años 2008 y 2009 acerca de su supervisión. De conformidad con el informe del “*Grupo Larosière*”, se ha descartado la idea de un supervisor europeo para ese tipo de bancos.

³⁴ “*Royal Bank of Scotland*” en el Reino Unido, y el conglomerado “*ING*” en Holanda.

³⁵ La Exposición de Motivos (5 quater) del Reglamento JERS establece lo siguiente:

“*Los principales criterios que contribuyen a determinar la importancia sistémica de los mercados y las entidades son el **tamaño** (el volumen de los servicios financieros prestados por el componente individual del sistema financiero), **la posibilidad de sustitución** (la capacidad de otros componentes del sistema para proporcionar los mismos servicios en caso de fallo) y la **interconexión** (los vínculos con otros componentes del sistema). Una evaluación basada en estos tres criterios debe completarse con una referencia a la vulnerabilidad financiera y a la capacidad del marco institucional para hacer frente a fallos financieros, y debe tener en consideración un amplio abanico de factores adicionales, tales como, entre otros, **la complejidad de ciertas estructuras específicas y determinados modelos empresariales, el grado de autonomía financiera, la intensidad y el alcance de la supervisión, la transparencia de las disposiciones financieras y las vinculaciones que pueden afectar al riesgo global de las instituciones.***” [El subrayado y la negrita son nuestros.]

desinversión, impuestas a las entidades financieras directamente por el “*macro-supervisor*”, establecidas en el nuevo modelo norteamericano para casos de “*riesgo sistémico*” particularmente significativos.

4.2.5. Dimensión jurídica de la supervisión “*macro-prudencial*”

La supervisión “*macro-prudencial*” tiene naturalmente una faceta jurídica: el “*riesgo sistémico*” obedece también a razones normativas y contractuales, que deben analizarse y atenderse. La reciente crisis ha concluido el debate “*rules versus discretion*”, en el marco del cual, para algunos³⁶, el supervisor debía tener flexibilidad para calibrar los riesgos de la entidad supervisada, sin estar sujeto a otras restricciones que los principios o estándares generales; mientras que para otros, las reglas de juego debían estar claras. La crisis ha evidenciado la necesidad de un fortalecimiento normativo en la supervisión de los “*riesgos sistémicos*”.

Grupos financieros transnacionales

Una causa eminentemente jurídica de “*riesgo sistémico*” es el problema de las lagunas o inconsistencias que existen en el marco regulatorio de los grupos financieros transnacionales, cuyos servicios jurídicos maximizan, en beneficio propio, las diferencias regulatorias entre los países en los que operan, y jugando con dichas diferencias, dificultan o, incluso, provocan la ineficacia práctica de su supervisión en base consolidada.

A este respecto, la nueva arquitectura europea de regulación y supervisión financiera debe garantizar que se evite el riesgo del denominado “*arbitraje regulatorio*”, *i.e.* que riesgos semejantes reciban distinto tratamiento regulatorio según el tipo de entidad financiera. Por ejemplo, si hay que establecer provisiones genéricas para contrarrestar los riesgos de un ciclo favorable y prepararse para el cambio de ciclo, mientras más sencilla, clara y general sea la definición, mejor.

También cabe destacar el impacto “*macro-prudencial*” de los problemas derivados de la ausencia de una normativa internacional para las crisis de grupos financieros transnacionales. Conviene destacar, en este sentido, el célebre ejemplo de “*Lehman Brothers*”, un grupo de más de seis mil entidades jurídicas distintas, ubicadas en todo el planeta, con un negocio que se dirigía desde Nueva York y Londres³⁷. Es decir, pese a existir una operativa centralizada, “*Lehman Brothers*” producía efectos contables y jurídicos a lo largo de los distintos ordenamientos en los que operaban las múltiples filiales o participadas del grupo, lo que le interesaba por ventajas económico-financieras de tipo práctico, fiscal o regulatorio.

³⁶ La “*FSA*” británica ha sido hasta esta crisis defensora del “*light regulation approach*” y del “*principles-based regulation*”. La crisis ha puesto en cuestión esa filosofía, y el G-20 admite la necesidad de un robustecimiento normativo.

³⁷ En Nueva York y Londres se concentraban alrededor de un 60% del total de activos del grupo.

De este modo, cuando “*Lehman Brothers*” entró en situación de insolvencia en Nueva York en septiembre de 2008, la insolvencia se propagó en cadena a todas sus filiales y participadas. El problema que se planteó en el resto de las jurisdicciones era el acceso a la información jurídica, contable y operacional, ya que la información estaba en Nueva York y en Londres y no en las entidades locales. El derecho de los acreedores fuera de Estados Unidos y Reino Unido a participar en la liquidación de las principales entidades del grupo quedó también en entredicho, por carecer de “*locus standi*” en los procedimientos principales. Se intentó, inútilmente, coordinar a los tribunales competentes, a los administradores concursales, y a los acreedores de las filiales de Lehman Brothers en todo el mundo, por medio de un protocolo de cooperación que solamente fue suscrito por una parte de los actores de la insolvencia general. Cada procedimiento de insolvencia se regía por normas nacionales, con jueces nacionales que no se coordinan internacionalmente, y con enormes deficiencias en el flujo de información desde Londres y Nueva York a los demás países afectados³⁸.

Esta situación, según la cual los bancos “*son internacionales en vida pero nacionales en muerte*”, suscitó, en el seno de las discusiones del G-20, la necesidad de que hubiera un sistema de resolución de crisis de los grandes grupos financieros internacionales. A este respecto, se encargó al Consejo de Estabilidad Financiera (“*Financial Stability Board*”), proponer soluciones para evitar la experiencia sufrida con “*Lehman Brothers*” y arbitrar mecanismos equitativos y funcionales en casos de insolvencia de grupos transnacionales.

En este punto, la reforma del modelo europeo de supervisión se limita a asignar a la JERS las funciones de coordinación con los órganos internacionales responsables de asegurar la estabilidad financiera, fundamentalmente con el Consejo de Estabilidad Financiera y el Fondo Monetario Internacional. Se trata de una función que, desde un punto de vista jurídico, equivale a una mera declaración de intenciones y, por tanto, únicamente queda esperar un impulso en este sentido, normativo o de eficacia práctica.

Otro ejemplo de las lagunas que existen en el marco regulatorio de los grupos financieros transnacionales son las titulaciones de activos (“*asset-backed securities*”), que habitualmente se realizan en lugares distintos de aquellos en donde se encuentran los activos, no solamente para poder incluir en una misma emisión activos ubicados en distintas jurisdicciones, sino también para maximizar el régimen fiscal o de supervisión. Es el caso de numerosos “*hedge funds*” que operan en el Reino Unido pero que jurídicamente se establecen en otros países (en Irlanda o en paraísos fiscales del Caribe), donde son objeto de una supervisión limitada (en rigor, meramente artificial) por parte de las autoridades nacionales. De este modo, los “*hedge funds*” ejercen una especie de “*forum shopping*” regulatorio, donde se elige siempre el ordenamiento menos exigente. Y esto es un problema de estabilidad financiera que el nuevo modelo de supervisión deberá abordar. Habrá que estar atentos a las recomendaciones de la JERS en este sentido y, sobre todo, a la aplicación práctica de las mismas.

³⁸ Por ejemplo, la filial de “*Lehman Brothers*” en Alemania (“*Lehman Brothers Bankhaus AG*”) no tiene acceso a lo que está haciendo el juez de Nueva York con la insolvencia principal, ni al juez de Londres, lugares donde radican los activos principales del grupo.

Cláusulas contractuales

Otro problema jurídico de la supervisión “*macro-prudencial*” son las cláusulas de contagio (e.g. las ya citadas cláusulas de vencimiento anticipado por otros incumplimientos o “*cross-default*”) y las cláusulas pro-cíclicas (e.g. las también citadas “*variation margin clauses*”³⁹). Se trata de una cuestión que también deberá examinar la JERS con vistas a establecer los mecanismos más adecuados para:

- (i) limitar los riesgos de propagación de los efectos negativos de las crisis; y
- (ii) dotar a los supervisores de posibilidades legales y funcionales para que puedan intervenir cuando sea necesario, sin verse sorprendidos por mecanismos que producen efectos en cascada, y que, además, lo hacen repentinamente de un día para otro.

Normas de buen gobierno corporativo

La reciente crisis económica y del sector financiero ha evidenciado importantes problemas de deficiente gobierno corporativo. Conviene destacar, en este sentido, el enfoque corto-placista del negocio financiero, motivado en parte por los sistemas de remuneración de administradores, ejecutivos y gestores. En efecto, en los últimos años los modelos de negocio pasaron a estar dominados por una primacía del corto plazo sobre la estabilidad a largo plazo, de los intereses de las entidades sobre los propios de los clientes, y por el aprovechamiento de la información para operaciones propias o “*proprietary trading*”. A ese respecto, la reforma del modelo de supervisión norteamericano introduce la denominada “*Volcker Rule*” que restringe significativamente la posibilidad de que las instituciones financieras realicen para sí mismas (y no para sus clientes) operaciones especulativas⁴⁰.

A raíz de los problemas de deficiente gobierno corporativo, han proliferado una enorme cantidad de códigos de conducta, códigos de buen gobierno y normas para evitar el abuso de información privilegiada. Lo que ocurre es que la crisis ha revelado la insuficiencia de las meras normas de conducta (“*soft law*”) y la necesidad de abordar de nuevo el problema reconsiderando los poderes de los reguladores y supervisores.

³⁹ Se trata de mecanismos de revisión del precio que, esencialmente, operan de la siguiente forma: si los títulos-valores dados en garantía (“*collateral*”) descienden en su “*rating*”, o simplemente caen en su valor de mercado más allá de un porcentaje, la parte prestataria queda obligada a aportar papel adicional hasta la cifra del riesgo.

⁴⁰ Se trata del denominado “*proprietary trading*”, que, esencialmente, se produce cuando una entidad financiera usa sus propias cuentas, y no la de sus clientes, para realizar operaciones sobre acciones, bonos, divisas, “*commodities*”, derivados o cualquier otro instrumento financiero, frecuentemente con ánimo especulativo.

Una de las posibles soluciones pasa por reducir las situaciones de falta de transparencia de los negocios financieros a través de normas que faciliten su claridad y eviten los riesgos derivados de la existencia de conflictos de intereses⁴¹.

Ausencia de carácter vinculante de las recomendaciones de la JERS

Como colofón al estudio de la dimensión jurídica de la nueva supervisión “*macroprudencial*”, conviene detenernos un instante en el análisis del carácter no vinculante de las recomendaciones de la JERS.

Hemos visto que, una vez identificados y priorizados los riesgos, la JERS se encarga de emitir (i) alarmas de riesgo, y/o (b) recomendaciones para la adopción de medidas, incluso de carácter normativo, en relación con los riesgos identificados. Hemos visto, asimismo, que los destinatarios de las recomendaciones que emita la JERS⁴² deberán cumplir con las mismas, o en caso contrario, justificar los motivos de su no seguimiento.

De este modo, las recomendaciones de la JERS no tendrán carácter vinculante, sino que actuarán sobre la base de los efectos reputacionales que el incumplimiento de las mismas conllevará para las correspondientes autoridades financieras, tanto de cara a los mercados financieros como de cara a las redes europeas de regulación y supervisión financiera⁴³.

Es cierto que cabe defender que las recomendaciones tendrán un poderoso “*efecto persuasivo*”, ya que si la JERS decide que su recomendación no ha sido seguida y que los destinatarios de la misma no han explicado adecuadamente su falta de actuación, informará al Consejo y, en su caso, a la AES pertinente⁴⁴. En la medida en que todas las autoridades de supervisión del SESF estarán informadas del incumplimiento (parece razonable suponer que las AES informarán también a los correspondientes supervisores nacionales), la entidad incumplidora se verá sometida a un elevado grado de presión institucional. Además, la JERS puede decidir hacer pública la recomendación y, en este caso, el Parlamento Europeo podrá invitar al Presidente de la JERS para que presente la decisión y los destinatarios de la medida

⁴¹ Cabe destacar, en este sentido, el papel de la función de auditoría, que se encuentra actualmente en proceso de revisión tras el debate promovido por la Comisión Europea a través del “*Libro Verde sobre política de auditoría*”.

⁴² La comunidad europea en su conjunto, uno a varios Estados miembros, una o varias de las nuevas AES, una o varias de las autoridades nacionales de supervisión, o la Comisión Europea.

⁴³ Conviene destacar, en este sentido, que versiones anterior de la Exposición de Motivos del Reglamento JERS contenían la siguiente explicación, finalmente no incluida en el texto final, pero cuyo mensaje principal continúa vigente [Apartado 6.2 de la Exposición de Motivos de la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de septiembre de 2009]:

“*La JERS **no tendrá atribuciones vinculantes** para imponer medidas a los Estados miembros o a las autoridades nacionales. Se ha concebido como un órgano cuyo poder emanará de su **reputación**, con una composición de alto nivel que debería influir en la actuación de los responsables políticos y de las autoridades de supervisión gracias a su **autoridad moral**.*” [El subrayado y la negrita son nuestros.]

⁴⁴ Vid. artículo 17 (“*Seguimiento de las recomendaciones de la JERS*”) del Reglamento JERS.

podrán participar en un intercambio de impresiones⁴⁵. Todo ello hace razonable suponer que, si la recomendación de la JERS es pertinente, sus destinatarios se verán en cierto modo forzados a seguirla.

Lo que ocurre es que estas reflexiones son meras suposiciones que no encuentran el soporte jurídico de la vinculación de las recomendaciones de la JERS. Consideramos que el carácter no vinculante de las decisiones de la JERS no responde adecuadamente a los objetivos, finalidades y principios de la nueva supervisión “*macro-prudencial*” de la arquitectura europea para la regulación y supervisión financiera. Si se constituye la JERS como “*macro-supervisor*” de la estabilidad financiera en la UE, y se le dota de los mecanismos necesarios para que detecte, prevenga y avise sobre los “*riesgos sistémicos*”, se le debería dotar también de potestades ejecutivas que posibiliten que las decisiones que tome, tras identificar y priorizar los riesgos, tengan una eficacia práctica real y efectiva. Entendemos que, al menos, deberían existir medidas que desincentivaran el no seguimiento de las decisiones de la JERS, más allá de las medidas indirectas de presión ya comentadas. Y ello, con independencia de que, en la práctica, las autoridades nacionales y europeas de regulación y supervisión cuenten con instrumentos y recursos para “*persuadir*” y, en última instancia, obligar a las entidades financieras a seguir una determinada vía de actuación.

En definitiva, entendemos que, en el marco del SESF, la JERS debería poder instar a las autoridades nacionales de supervisión a sancionar o imponer medidas restrictivas a las entidades que no cumplan sus decisiones. Solamente así podrá realizar plenamente sus funciones como “*macro-supervisor*” del sistema.

4.2.6. Dimensión internacional de la supervisión “*macro-prudencial*”

La reciente crisis económica y del sector financiero ha venido claramente del exterior de la UE, lo que pone de relieve que, en economías abiertas y globalizadas, los “*riesgos sistémicos*” a menudo provienen del exterior del sistema financiero afectado, donde ni el supervisor tradicional de base nacional, ni los propios participantes en el mercado, tienen información directa y suficiente para mitigar dichos riesgos.

En este sentido, la JERS debe establecer mecanismos de información y de coordinación intensos, sólidos y funcionales. Pese a que el mundo financiero es global, no hay un único regulador internacional con potestades ejecutivas, y de ahí las grandes diferencias en la regulación de los sistemas financieros. Los grupos que establecen estándares globales (“*international standard setting bodies*”) como el G-20, son grupos informales que no tienen ni la suficiente legitimidad político-jurídica ni la suficiente capacidad para imponer directamente sus estándares. No representan sino a una parte del planeta (aunque, como veremos en el apartado V posterior, se trata de una parte muy importante), y tienen problemas de transparencia, sobre todo en relación a cómo elaboran los estándares, a qué mercados privilegian y cómo se toman las decisiones.

⁴⁵ Vid. artículos 17 (“*Seguimiento de las recomendaciones de la JERS*”) y 18 (“*Avisos y recomendaciones públicos*”) del Reglamento JERS.

El problema esencial reside en que los estándares no son vinculantes, sino meras recomendaciones de “*soft law*” que los Estados pueden o no seguir. Por ejemplo, el Comité de Supervisores de Basilea, autor de Basilea I y Basilea II, no ha conseguido aún que Estados Unidos implemente las normas de Basilea II, adoptadas en junio de 2004. El grupo de expertos contables que estableció los estándares contables internacionales (“*International Accounting Standards*”), tampoco ha conseguido que Estados Unidos los aplique.

La propuesta del G-20 para afrontar este problema de gobierno internacional es la siguiente: atribuir la responsabilidad del seguimiento de estándares al Consejo de Estabilidad Financiera, en la que se integran los presidentes de los “*international standard setting bodies*” y, más concretamente, las funciones de coordinación de tales órganos y de darles mandatos “*ad hoc*”. En este contexto, el Consejo de Estabilidad Financiera, tiene la obligación de informar regularmente al Fondo Monetario Internacional (“**FMI**”) sobre la fijación y seguimiento de los estándares internacionales.

Cabe plantearse si el Consejo de Estabilidad Financiera puede desarrollar adecuadamente estas importantísimas funciones, a la vista de su composición (más de sesenta miembros, incluyendo todos los supervisores sectoriales o funcionales del G-20, ciertos organismos internacionales, y, como se ha dicho, representantes de los llamados “*international standard setting bodies*”), y dado que el modo de adoptar decisiones, según su carta fundacional, es el consenso. Habida cuenta que el FMI asegurará la aplicación mundial de los estándares, será necesario esperar a su aplicación práctica para realizar un análisis jurídico y económico de su funcionamiento.

El FMI recibe también del G-20 el encargo de detectar riesgos sistémicos globales y adoptar alertas tempranas (“*early warnings*”). Sin perjuicio de que el FMI organice internamente dicha función “*macro-supervisora*”, el Consejo de Estabilidad Financiera es el responsable de proponer al FMI “*early warnings*” y medidas de mitigación de “*riesgos sistémicos internacionales*”⁴⁶.

Aunque el pasado no ayuda a ser demasiado optimistas en relación con la adopción de medidas dirigidas a aumentar los niveles de regulación internacional y mejorar la cooperación internacional, conviene destacar que la reforma del modelo de supervisión norteamericano incluye, como uno de sus objetivos principales, la adopción de acuerdos internacionales que refuercen la regulación financiera⁴⁷. Se trata de una declaración de intenciones sin duda muy

⁴⁶ Dentro del FMI, la tarea se atribuye al Comité Monetario y Financiero Internacional, que se compone de los Ministros de los países representados en el Comité Directivo del FMI.

⁴⁷ Para ello, se hace un llamamiento a:

- (i) Revisar los requisitos de capital de las entidades financieras, para lo cual se propone modificar y mejorar lo establecido en el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria, redefiniendo el riesgo asignado a los productos titulizados, introduciendo un ratio de apalancamiento y mejorando la definición de capital.
- (ii) La mejora de la supervisión de los mercados financieros globales, para lo cual se hace un llamamiento a las autoridades nacionales de los distintos países para avanzar en la estandarización y mejor supervisión de los mercados financieros.

positiva. De nuevo, habrá que esperar a su aplicación práctica para ver si se avanza o no en la adopción de medidas que incrementen los niveles de regulación internacional y optimicen la cooperación internacional.

4.3. Las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión

La transformación de los citados Comités sectoriales de nivel 3 en las AES responde a la necesidad de ampliar el perímetro de actuación de las estructuras de supervisión europeas más allá de la simple función de coordinación y asesoramiento que desarrollaban aquellos Comités.

Con esta finalidad, las nuevas AES asumen nuevas e importantes competencias, lo que, necesariamente, mediatizará las competencias de los supervisores nacionales. A este respecto, entendemos que la reordenación de competencias que supone el SESF debería facilitar el consenso en la toma de decisiones de los supervisores nacionales en el marco de la UE, quienes, en todo caso, continuarán siendo los responsables de la regulación y supervisión de las entidades individuales en sus respectivos ámbitos territoriales.

Las nuevas AES⁴⁸ comparten tres funciones principales, que pasamos a examinar por separado.

Favorecer el establecimiento de una cultura supervisora común en la UE

Esta función se plasma en un doble plano:

- (i) De un lado, las AES podrán dictar normas técnicas de obligado cumplimiento por los supervisores nacionales; adoptar “*best practices*” comunes para la supervisión y para prevenir el arbitraje regulatorio; preparar y coordinar planes de emergencia e instrumentos para crisis; organizar “*stress-tests*” y desarrollar fondos de rescate.
- (ii) De otro, para garantizar una aplicación coherente de las normas comunitarias, las AES podrán publicar guías y recomendaciones dirigidas a las autoridades nacionales y a los participantes en los mercados.

Tomar decisiones vinculantes en caso de emergencia declarada por el Consejo (“Ecofin”)

- (iii) El refuerzo de la supervisión de las entidades financieras que operan a nivel global. En línea con lo acordado en la reunión del G-20 de abril de 2009, se aboga por el establecimiento de “*grupos de supervisión*” que realicen un seguimiento de las treinta principales instituciones financieras globales y que la información obtenida a partir de estos grupos de trabajo sea revisada en el marco del Consejo de Estabilidad Financiera.
- (iv) El refuerzo de los procedimientos de gestión y prevención de crisis con vistas a la creación de un marco de actuación que permita la resolución ordenada de aquellas situaciones en las que la quiebra de una entidad financiera pondría en peligro la estabilidad financiera internacional.

⁴⁸ La AEB con sede en Londres, la AEMV con sede en París, la AESPJ con sede en Frankfurt, y el Subcomité sobre conglomerados financieros del SESF.

Las decisiones podrán ir dirigidas a los supervisores nacionales competentes e, incluso, a las entidades afectadas. Para ello, se deben producir determinadas situaciones muy tasadas⁴⁹. Esencialmente, cuando las AES (o la JERS) consideren que puede presentarse una situación de emergencia, dirigirán al Consejo una recomendación confidencial y le proporcionarán una evaluación de la situación. Si el Consejo determina la existencia de una situación de emergencia⁵⁰, de lo que deberá informar a la Comisión y al Parlamento, la correspondiente AES podrá adoptar decisiones individuales instando a los supervisores nacionales, e incluso directamente a las entidades afectadas, a cumplir con el Derecho comunitario⁵¹.

Aunque se trata de supuestos muy concretos y tasados, entendemos que se trata de uno de los principales logros del nuevo modelo europeo de supervisión, ya que garantiza la importancia de las funciones de las AES y favorece la aplicación consistente de la normativa comunitaria. La mera posibilidad de que las AES actúen directamente sobre las entidades financieras, por muy tasada que sea, constituye un gran avance.

Mediar y resolver conflictos entre supervisores

Las AES podrán mediar y, en su caso, solucionar los supuestos de desacuerdo entre los supervisores nacionales, incluidos los desacuerdos entre supervisores de distintos sectores⁵². Ello debería elevar la homogeneidad y coherencia entre las distintas actuaciones supervisoras.

Asimismo, las AES comparten otra serie de funciones entre las que podemos destacar (i) la de apoyar a la JERS con información, asesoría de “*riesgo sistémico*” y seguimiento de alarmas y/o recomendaciones; y (ii) la de asegurar la financiación y funcionamiento de los Fondos de Garantía (depósitos/ seguros/ inversores)⁵³.

⁴⁹ Vid. artículo 10 (“*Actuación en situaciones de emergencia*”) de las Resoluciones legislativas del Parlamento Europeo, de 22 de septiembre de 2010, sobre las propuestas de Reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se crean las AES [COM(2009)0501 – C7-0169/2009 – 2009/0142(COD); COM(2009)0503 – C7-0167/2009 – 2009/0144(COD); y COM(2009)0502 – C7-0168/2009 – 2009/0143(COD)].

⁵⁰ Entendida como aquella situación en la que se amenace el ordenado funcionamiento de los mercados financieros y la estabilidad del sistema financiero de la UE.

⁵¹ Nótese que las AES también pueden iniciar procedimientos en casos de incumplimiento de normas por un supervisor nacional.

⁵² Vid., por ejemplo, los artículos 11 (“*Solución de diferencias entre las autoridades competentes en situaciones transfronterizas*”), 11 bis (“*Solución de diferencias entre las autoridades competentes en diferentes sectores*”), y 29 (“*Toma de decisiones*”) de la Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 22 de septiembre de 2010, sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se crea una Autoridad Bancaria Europea [COM(2009)0501 – C7-0169/2009 – 2009/0142(COD)].

⁵³ Las nuevas AES, comparten, asimismo, la siguiente estructura orgánica:

- (i) La Junta de Supervisores, compuesta por los altos representantes de los supervisores nacionales (con voto), un Presidente con dedicación exclusiva (sin voto), y los representantes de la Comisión, el Banco Central Europeo, la JERS y el resto de las AES (todos ellos sin voto).

Adopta decisiones, recomendaciones y opiniones por mayoría simple.

5. La nueva arquitectura de supervisión fuera de la Unión Europea

5.1. La supervisión financiera en el marco de los foros internacionales

La reciente crisis económica y del sector financiero ha potenciado el papel de los foros internacionales en la supervisión de los mercados financieros. En concreto, la imperiosa necesidad de alcanzar acuerdos globales para devolver la confianza de los mercados ha revitalizado al G-20⁵⁴, que ha incidido en la necesidad de (i) reforzar la cooperación y el intercambio de información internacional y (ii) fortalecer la supervisión “*macro-prudencial*” del sistema.

La principal actuación del G-20 ha sido la transformación del anterior Foro de Estabilidad Financiera en el Consejo de Estabilidad Financiera o “*Financial Stability Board*” (“**FSB**”), que (i) ha ampliado su número de miembros para incluir, además de los miembros del G-20 y del anterior Foro de Estabilidad Financiera, a España y a la Comisión Europea⁵⁵, y (ii) ha

-
- (ii) El Consejo de Administración, compuesto por el Presidente, otros seis miembros de la Junta de Supervisores, elegidos por los miembros con derecho a voto en el seno de la misma, y el Director Ejecutivo (sin voto) y un representante de la Comisión (también sin voto).
 - (iii) La Sala de Recursos: órgano de revisión de decisiones común a las tres AES, compuesto por seis miembros de reconocido prestigio y con conocimientos técnicos y jurídicos suficientes.
 - (iv) Los Comités de Innovación Financiera, que analiza los riesgos derivados de nuevos productos financieros; y de “*Stakeholders*”, encargado del diálogo con los diferentes actores e interesados.

⁵⁴ Creado en el marco de la crisis financiera que azotó al sureste asiático, Brasil y Rusia a finales de los años noventa como foro informal de reunión de los ministros de economía y finanzas y los gobernadores de los bancos centrales de los países miembros.

El G-20 está integrado por Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Francia, Alemania, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Rusia, Arabia Saudí, Sudáfrica, Corea del Sur, Turquía, Reino Unido y Estados Unidos, la UE (representada por su presidencia rotatoria) y el Banco Central Europeo.

Se trata de un foro: (i) de un lado, suficientemente representativo de la economía mundial en la medida en que las economías presentes en el G-20 representan, según cifras del FMI, alrededor del 90% del PIB mundial y, según cifras de Naciones Unidas, el 60% de la población del planeta; y (ii) de otro, suficientemente reducido para facilitar la toma de decisiones.

A raíz de la crisis, el G-20 ha celebrado, por primera vez desde su constitución, cinco cumbres de líderes de Gobierno en Washington (15 de noviembre de 2008), Londres (2 de abril de 2009), Pittsburg (24 y 25 de septiembre de 2009), Toronto (26 y 27 de junio de 2010) y Seúl (11 y 12 de noviembre de 2010). En la cumbre de Pittsburg se acordó designar al G-20 como el “*principal foro internacional de cooperación económica*”.

⁵⁵ El FSB está integrado por 19 miembros del G-20 (Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Francia, Alemania, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Rusia, Arabia Saudí, Sudáfrica, Corea del Sur, Turquía, Reino Unido, Estados Unidos, y el Banco Central Europeo), Holanda, España, Singapur, Sudáfrica, Suiza, Hong Kong, el FMI, el Banco Mundial, el Banco de Pagos Internacionales, la Comisión Europea, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD por sus siglas en inglés).

El FSB cuenta con seis “*standard-setting bodies*”: “*Basel Committee on Banking Supervision*” (BCBS), “*Committee on the Global Financial System*” (CGFS), “*Committee on Payment and Settlement Systems*”

reforzado su mandato para promover la estabilidad financiera. El mandato del FSB se centra en:

Mantener la estabilidad financiera, mejorar la apertura y transparencia del sector financiero e implementar estándares financieros internacionales⁵⁶.

A este respecto, se encarga de (a) coordinar los “*standard-setting bodies*” internacionales, y (b) realizar revisiones periódicas entre los Estados miembros⁵⁷.

Realizar, con base en una colaboración con el FMI, ejercicios de alerta temprana (“*early warnings*”) con el objetivo de identificar la aparición de riesgos macroeconómicos y financieros y señalar las acciones necesarias para enfrentarse a dichos riesgos.

Preparar la gestión de crisis financieras transnacionales.

Esta función se materializa en la publicación de principios y requisitos exigibles a las entidades financieras de “*importancia sistémica*” para que desarrollen planes de contingencia.

5.2. La nueva arquitectura norteamericana para la regulación y supervisión financiera

La reciente crisis económica y del sector financiero ha lesionado severamente la credibilidad del modelo norteamericano de regulación y supervisión financiera, sacando a la luz sus carencias y cuestionando la vigencia de los principios que le dan cobertura. Por ello, el legislador norteamericano ha revisado los objetivos, finalidades y principios que están detrás de la regulación y supervisión financiera, y ha abandonado un modelo de “*laissez faire, laissez passer*” para construir otro que aumenta significativamente la regulación y la supervisión de los mercados financieros.

La nueva arquitectura norteamericana de regulación y supervisión financiera proporciona a los supervisores mayores y reforzados instrumentos, recursos y procedimientos para desarrollar sus funciones. En síntesis, el nuevo modelo de regulación y supervisión pone a disposición de los supervisores más recursos, más información y más poder, sobre la base de cuatro objetivos esenciales:

- (i) Establecer una supervisión “*macro-prudencial*” del sistema financiero.

(CPSS), “*International Association of Insurance Supervisors*” (IAIS), “*International Accounting Standards Board*” (IASB), e “*International Organization of Securities Commissions*” (IOSCO).

⁵⁶ Dentro de este ámbito se incluyen aspectos relacionados con el riesgo moral (“*moral hazard*”) que generan las entidades de “*importancia sistémica*” que pueden considerarse demasiado significativas como para no “*dejarlas caer*” (“*too big to fail*”), así como con el establecimiento de colegios de supervisores para instituciones financieras particularmente complejas.

⁵⁷ Para ello, se sirve, esencialmente, de la evidencia proporcionada por los programas FSAP (“*Financial Sector Assessment Programs*”) del FMI y el Banco Mundial. Se trata de análisis exhaustivos de los sectores financieros de cada país, elaborados conjuntamente por el FMI y el Banco Mundial desde 1999.

- (ii) Ampliar el perímetro de supervisión.
- (iii) Proteger a los consumidores e inversores de los abusos financieros.
- (iv) Crear mecanismos para una gestión rápida y eficaz de las crisis financieras⁵⁸.

Pasamos a examinar por separado las principales medidas destinadas a cumplir con cada uno de estos objetivos.

5.2.1 La nueva función de supervisión “*macro-prudencial*”: el FSOC

Uno de los pilares esenciales sobre los que se asienta la nueva arquitectura norteamericana para la regulación y supervisión financiera es el refuerzo de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Para ello, se crea el FSOC como institución encargada de la supervisión “*macro-prudencial*” del sistema financiero norteamericano.

El FSOC está integrado por los principales organismos de supervisión financiera⁵⁹ y, en línea con las funciones de la JERS, tiene como principales objetivos:

- (i) la coordinación y el intercambio de información entre los distintos reguladores y supervisores financieros; y
- (ii) la identificación, evaluación y priorización de los “*riesgos sistémicos*”, entendidos como aquellos riesgos que pueden representar una amenaza para la estabilidad del sistema financiero como consecuencia de la combinación de su dimensión, complejidad e interconexión.

Como hemos avanzado, quedan sujetas a la autoridad del nuevo “*macro-supervisor*” aquellas entidades financieras que, por su tamaño, suponen un “*riesgo sistémico*”, *i.e.* un riesgo de contagio generalizado, en caso de dificultades, al resto del sistema. De acuerdo con las normas norteamericanas, las entidades financieras capaces de crear una crisis sistémica saldrán del ámbito del respectivo supervisor “*micro-prudencial*” y pasarán a la jurisdicción del nuevo órgano encargado de la supervisión “*macro-prudencial*”. Como hemos visto, el modelo americano permite combinar las dos perspectivas de la supervisión en la medida en que prevé una micro y una macro supervisión unificadas para aquellas entidades que, debido a su dimensión, pueden crear por sí solas una situación de crisis sistémica.

⁵⁸ Por lo demás, conviene destacar la ya analizada declaración de intenciones de la reforma del modelo norteamericano en relación con el fomento de la regulación y la cooperación internacional (*vid.* apartado IV, subapartado A.4).

⁵⁹ El FSOC, presidido por el “*Treasury Secretary*”, cuenta con diez miembros con derecho a voto: un miembro independiente designado por el Presidente de Estados Unidos y confirmado por el Senado, y los siguientes reguladores y supervisores: “*Board of Governors*”, “*Office of the Comptroller of the Currency*”, “*Federal Deposit Insurance Corporation*”, “*Securities and Exchange Commission*”, “*Commodity Futures Trading Commission*”, “*Federal Housing Finance Agency*”, “*National Credit Union Administration*”, y el supervisor de nueva creación “*Bureau of Consumer Protection*”. El FSOC cuenta, asimismo, con cinco miembros sin voto: “*Federal Insurance Office*”, “*Office of Financial Research*”, un comisario de seguros estatal, un supervisor bancario estatal y un comisario del mercado de valores estatal.

Conviene destacar los mecanismos de salvaguarda que ha establecido la reforma del modelo norteamericano para contrarrestar el “*riesgo moral*”, que se produce si existen determinadas entidades que los inversores, las autoridades y las propias entidades piensan que son tan importantes que el Estado no les dejará caer (“*too big to fail*”). Las obligaciones de desinversión resultan particularmente significativas a este respecto (*vid.* apartado IV, subapartado A.3).

5.2.2. Ampliación del perímetro de supervisión

La crisis económica y del sector financiero ha puesto de manifiesto la necesidad de ampliar el perímetro de la regulación y supervisión para englobar todos los productos y mercados que puedan dar lugar a perturbaciones que afecten al sistema financiero. En este sentido, la reforma del modelo norteamericano de supervisión ha ampliado dicho perímetro para incluir, entre otros, a (i) las agencias de calificación o “*rating*”, (ii) los “*hedge funds*” y (iii) los mercados de derivados fuera del ámbito de los mercados organizados (“*over the counter*”).

En primer lugar, se refuerza la regulación de las agencias de “*rating*”, estableciendo la nueva “*Office of Credit Rating Agencies*” en el seno de la “*Securities Exchange Commission*” (“**SEC**”), así como nuevas normas regulatorias que incentivan políticas, procedimientos y actuaciones adecuadas, a fin de mitigar los riesgos de que se produzcan conflictos de intereses.

También se refuerza la regulación de los “*hedge funds*” que gestionen activos por valores superiores a cien millones de dólares. Tales “*hedge funds*” deberán estar registrados en la SEC como asesores de inversión y deberán proporcionar la información financiera necesaria para controlar los “*riesgos sistémicos*” y proteger a los inversores.

Por último, se encuadran dentro del perímetro de supervisión los mercados de derivados “*over the counter*”, que quedan bajo el ámbito de la regulación y supervisión de la SEC y la “*Commodity Futures Trading Commission*”. La ampliación del perímetro supervisor responde, esencialmente, a la necesidad de (i) prevenir la manipulación, el fraude y otros abusos de mercado, y (ii) asegurar que productos financieros de alta complejidad y sofisticación no sean comercializados a clientes sin la debida información⁶⁰.

5.2.3. La protección de los consumidores e inversores: el “*Consumer Financial Protection Bureau*”

La reforma de modelo norteamericano de supervisión ha creado el “*Consumer Financial Protection Bureau*”, al que se le atribuye la función de (i) proteger a los consumidores e inversores que contraten productos financieros, y (ii) supervisar a quienes ofrecen tales productos y servicios.

⁶⁰ Naturalmente, la regulación de los mercados de derivados “*over the counter*” también responde a la necesidad de prevenir que los negocios celebrados en estos mercados supongan un riesgo para el conjunto del sistema financiero.

Esencialmente, la nueva autoridad de protección de los consumidores e inversores tiene una doble función:

- (i) Establecer regulaciones más estrictas para los mercados y productos financieros, que mejoren la transparencia, la simplicidad, la imparcialidad y el acceso de los consumidores e inversores de productos y servicios financieros.
- (ii) Asegurar que las entidades financieras establecen las medidas de salvaguarda necesarias y garantizar que éstas sean cumplidas.

Entendemos que se trata de una medida que responde más a criterios políticos que financieros, aunque es cierto que el sistema financiero norteamericano ha experimentado una crisis de credibilidad muy significativa, lo que hace comprensible la adopción de este tipo de medidas. En todo caso, habrá que esperar a su aplicación práctica para determinar si se producen o no duplicidades, conflictos de interés o de competencias con otras autoridades supervisoras.

5.2.4. La gestión de las crisis financieras: el “*Federal Deposit Insurance Corporation*”

Junto al establecimiento del FSOC y los nuevos mecanismos para detectar, prevenir y solucionar crisis sistémicas, la reforma del modelo norteamericano ha incorporado una nueva autoridad, el “*Federal Deposit Insurance Corporation*”, similar al Fondo de Garantía de Depósitos existente para las autoridades bancarias, que permite a las autoridades supervisoras enfrentarse a la quiebra potencial de un conglomerado financiero, ya sea éste bancario o no.

A este respecto, se establece la necesidad de que el Secretario de Tesoro (“*Treasury Secretary*”) apruebe la concesión de préstamos de emergencia por parte de la Reserva Federal, que adquiere un protagonismo clave en la nueva arquitectura americana para la regulación y supervisión financiera como autoridad presente en todas las facetas de la supervisión (“*across-the-board*”). Cabe destacar, en especial, su papel en el establecimiento de las normas para casos de emergencia.

Vemos cómo, en definitiva, la crisis económica y del sector financiero ha impulsado un cambio de filosofía en el modelo norteamericano de regulación y supervisión financiera, que ha evolucionado desde un modelo “*laissez faire, laissez passer*” a otro que aumenta significativamente la regulación y la supervisión de los mercados financieros y, en fin, la intervención del Estado en tales mercados.

6. Consideraciones finales

La nueva arquitectura europea para la regulación y supervisión financiera constituye un importante avance en la armonización de las estructuras de regulación y supervisión en el seno de la Unión Europea, que, sin duda, fortalece el papel de las autoridades supervisoras en la medida en que (i) se refuerzan sus funciones y poderes, y (ii) se les dota de más y mejores instrumentos para alcanzar sus objetivos (subapartado A).

Sin perjuicio de lo anterior, el nuevo modelo presenta ciertas limitaciones, que pueden condicionar su eficacia práctica, sobre las que conviene reflexionar de cara al futuro (subapartado B).

6.1. Avances de la reforma

El nuevo modelo europeo de regulación y supervisión financiera se estructura en una agrupación de autoridades, instrumentos y procedimientos, que conlleva los siguientes avances principales:

- (i) Refuerza y consolida el proceso de integración del mercado financiero europeo.
- (ii) Supera el tradicional modelo de supervisión de base nacional mediante el establecimiento de un auténtico modelo europeo de supervisión.
- (iii) Las competencias reconocidas a las autoridades europeas de supervisión para dictar normas técnicas de obligado cumplimiento y mediar en supuestos de divergencias entre las autoridades nacionales (y, en su defecto, para adoptar la solución), deberían elevar la homogeneidad y coherencia entre las distintas actuaciones supervisoras.
- (iv) Establece un sistema de supervisión de los “*riesgos sistémicos*” o perturbaciones del sistema financiero que pueden tener repercusiones negativas graves sobre el mercado interior y la economía real. Dicho sistema debería mejorar la calidad de la información sistémica de los mercados financieros y contribuir a su comprensión, así como a la interconexión de todos y cada uno de los componentes del sistema.
- (v) Sobre la base de mayores y reforzados mecanismos de coordinación entre todas las autoridades comunitarias y nacionales, agiliza la toma de decisiones en casos de emergencia.

6.2. Limitaciones de la reforma

Con carácter general, conviene precisar que la nueva realidad institucional y normativa de regulación y supervisión exigirá un esfuerzo a las autoridades nacionales para adecuar el modelo a las características de sus correspondientes ordenamientos. Solamente mediante una coordinación adecuada entre las distintas autoridades e instituciones nacionales e internacionales se conseguirá que los objetivos de la nueva arquitectura europea de regulación

y supervisión financiera tengan una plasmación práctica real y efectiva. Precisamente por ello, a continuación ponemos de relieve algunas de las potenciales limitaciones de la reforma.

Ausencia de carácter vinculante de las recomendaciones de la JERS

Consideramos que el carácter no vinculante de las decisiones de la JERS no responde adecuadamente a los objetivos, finalidades y principios de la nueva supervisión “*macro-prudencial*”. Y ello, porque si se constituye la JERS como “*macro-supervisor*” de la estabilidad financiera en la UE, y se le dota de los mecanismos necesarios para que detecte, prevenga y avise sobre los “*riesgos sistémicos*”, se le debería dotar también de potestades ejecutivas que posibiliten que las decisiones que tome, tras identificar y priorizar los riesgos, tengan una eficacia práctica real y efectiva.

Entendemos que, al menos, deberían existir medidas que desincentivaran el no seguimiento de las decisiones de la JERS, más allá de las medidas indirectas de presión ya comentadas. Y ello, con independencia de que, en la práctica, las autoridades nacionales y europeas de regulación y supervisión cuenten con instrumentos y recursos para “*persuadir*” y, en última instancia, obligar a las entidades financieras a seguir una determinada vía de actuación. Entendemos que, en el marco del SESF, la JERS debería poder instar a las autoridades nacionales de supervisión a sancionar o imponer medidas restrictivas a las entidades que no cumplan sus decisiones. Solamente así podrá realizar plenamente sus funciones como “*macro-supervisor*” del sistema.

Ausencia de recomendaciones sobre el diseño de las estructuras nacionales de supervisión: difícil equilibrio entre supervisores nacionales y europeos

Echamos en falta alguna recomendación por parte de las instituciones comunitarias acerca del diseño de las estructuras nacionales de supervisión. Y ello, porque la heterogeneidad de los diseños institucionales de la supervisión en el ámbito nacional es uno de los principales riesgos de una adecuada aplicación práctica de la nueva arquitectura europea para la regulación y supervisión financiera, en la medida en que pueden generarse costes de duplicidad y, lo que quizás es más importante, conflictos de intereses entre los distintos supervisores o, incluso, en el seno de los mismos.

Se han sentado los cimientos de un modelo de regulación y supervisión que mejora al anterior y cuenta con mayores y reforzados instrumentos para desarrollar sus funciones, pero, en la medida en que se trata de un modelo transnacional, su aplicación práctica exigirá la adecuada coordinación de todas las estructuras del sistema, incluidas las nacionales. Por ello, hubiera sido conveniente establecer ciertas recomendaciones respecto al mejor diseño de las estructuras nacionales de supervisión; recomendaciones para las que entendemos que se encuentran legitimadas las instituciones europeas dada la relevancia e impacto que ha tenido la reciente crisis económica y del sector financiero.

Cabe citar, como ejemplo de la difícil coordinación entre supervisores nacionales y europeos, que las decisiones de las AES no podrán tener efectos fiscales para los Estados miembros. En este sentido, se establece la salvaguarda de que las medidas adoptadas en el marco de las

actuaciones en situaciones de emergencia y de la solución de diferencias entre las autoridades supervisoras, no pueden vulnerar las competencias fiscales de los Estados miembros⁶¹. Ello equivale a establecer un derecho de reserva a favor de los Estados miembros a no seguir un acuerdo de las AES, en la medida en que el correspondiente Estado justifique que tal decisión puede implicar una responsabilidad patrimonial para él.

La justificación de la medida de salvaguarda es evidente y no admite discusión: la debida coherencia entre responsabilidad fiscal y distribución de poderes. Lo que ocurre es que, en el marco del nuevo modelo de supervisión, una aplicación práctica demasiado garantista de esta salvaguarda podría afectar gravemente a la efectividad de los acuerdos de las AES. Por ello, habrá que estar atentos a cómo reaccionan, en primer lugar los Estados y, en segundo término, las autoridades e instituciones comunitarias⁶².

Ausencia de medidas rigurosas para evitar el riesgo moral: las obligaciones de desinversión y el ejemplo norteamericano

El nuevo marco de supervisión europeo se limita a establecer para las entidades de “*dimensión sistémica*”, así como para todas las entidades con negocios transfronterizos, una supervisión conjunta con colegios de “*micro-supervisores*”, y en caso de disputas entre ellos, un mecanismo de solución de diferencias en el que las nuevas AES puedan llegar a tener una capacidad decisoria.

Echamos en falta medidas más rigurosas para evitar el “*riesgo moral*” asociado a las entidades de “*dimensión sistémica*”. En especial, entendemos que la nueva arquitectura europea para la regulación y supervisión financiera debería haber previsto mecanismos e instrumentos para evitar el “*riesgo moral*” más exhaustivos y con mayor grado de vinculación jurídica. Cabe destacar, en este sentido, el establecimiento de obligaciones de desinversión, impuestas a las entidades financieras directamente por el “*macro-supervisor*”, establecidas en el nuevo modelo norteamericano para casos de “*riesgo sistémico*” particularmente significativos.

Fuentes de financiación de las AES

Los recursos de las AES provendrán, esencialmente, de las contribuciones de sus miembros y de las subvenciones de la UE, así como de posibles tasas percibidas por cada AES. Las aportaciones de los miembros se definen sobre la base de la representatividad poblacional.

⁶¹ Vid. artículo 23.1 de las Resoluciones legislativas del Parlamento Europeo, de 22 de septiembre de 2010, sobre las propuestas de Reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se crean las AES [COM(2009)0501 – C7-0169/2009 – 2009/0142(COD); COM(2009)0503 – C7-0167/2009 – 2009/0144(COD); y COM(2009)0502 – C7-0168/2009 – 2009/0143(COD)] (los “**Reglamentos de las AES**”).

⁶² En todo caso, aunque se trate de un detalle que no reviste gran importancia, como bien defendió el Comité Económico y Social Europeo en su Dictamen de 21 de enero de 2010, dado que las salvaguardias solo afectan a los artículos 10 y 11 de los Reglamentos de las AES, deberían haberse introducido justo después del artículo 11 y no en el artículo 23.

Entendemos que la articulación de las fuentes de financiación de las AES es mejorable en la medida en que, para garantizar una correcta identificación de las prioridades y evitar potenciales conflictos de intereses, hubiera sido preferible que las aportaciones se definieran con base en la dimensión de las economías y los mercados financieros. A este respecto, consideramos que el modelo a seguir es el del BCE que pondera las contribuciones de los países miembros por parámetros vinculados al PIB o a la dimensión de los mercados. Ello permitiría reducir el desajuste (“*mismatch*”) entre las aportaciones de los miembros y la dimensión de los sistemas que se supervisan.

REFERENCIAS

Informe del BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, de junio de 2009 (<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.htm>);

Informe del FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, de abril de 2009 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/01/index.htm>);

Informe del Consejo de Estabilidad Financiera (“*FINANCIAL STABILITY BOARD*”), de octubre de 2009 (http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0910a.pdf);

Informe de la COMISIÓN EUROPEA, en particular, el Informe del ya citado “*Grupo Larosière*” de febrero de 2009 (http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf);

Informe de la AUTORIDAD FINANCIERA BRITÁNICA “*FSA*” (“*Financial Services Authority*”), de marzo de 2009 (http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf); y

Informe del Parlamento Británico, en particular, un informe de la Cámara de los Lores (<http://www.publications.parliament.uk/pa/ld200809/ldselect/ldeconaf/101/101i.pdf>) y otro de la Cámara de los Comunes (<http://www.parliament.the-stationery-office.co.uk/pa/cm200809/cmselect/cmtreasy/767/767.pdf>), ambos de junio de 2009, elaborados los dos tras entrevistar al “*Who’s Who*” del mundo financiero internacional.

M. CIHÁK Y R. PODPIERA “Integrated financial supervision: Which model?”, “*North American Journal of Economics and Finance*”, vol. 19 (2), 2008, pp. 135-152)