

“La nueva función de macro-supervisión. La Junta Europea para Riesgos Sistémicos”

D. Antonio Sáinz de Vicuña y Barroso
Director General del Servicio Jurídico, Banco Central Europeo¹
Abogado del Estado en serv.esp.

Introducción

La crisis económica y del sistema financiero 2007-2010 ha dado lugar a una plétora de estudios de un tipo y de otro sobre sus causas, así como informes con proposiciones para su remedio, muchos de ellos disponibles en la red. Son importantes: el que se encuentra en el Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, de junio 2009², del Fondo Monetario Internacional³, de la Junta de Estabilidad Financiera⁴ (*Financial Stability Board*), de la Comisión Europea, en particular el Informe del Grupo Larosière⁵, de la autoridad financiera británica⁶ (*FSA, Financial Services Authority*), y dos informes del Parlamento Británico, uno de la Cámara de los Lores⁷ y de otro de la Cámara de los Comunes⁸, elaborados ambos tras entrevistar al “*Who’s Who*” del mundo financiero internacional.

El Informe del Banco de Pagos Internacionales pone de relieve que efectivamente las causas de la crisis son de diverso tipo, económicas, de política monetaria, de buen gobierno corporativo, y otras que entran en el ámbito de la supervisión micro-prudencial, es decir, las que se derivan de la situación o de la evolución concreta de entidades financieras individuales. Por ejemplo, el crecimiento excesivo del riesgo bancario, motivado en parte por un sistema de incentivos corto-placista y una infravaloración en el mercado de los riesgos asumidos, con consecuencias en el ratio de capitalización. El informe señala también las insuficiencias del Acuerdo Basilea II que, superando el veterano “*ratio Cooke*” de fondos propios para la banca⁹, estableció

¹ Este artículo contiene opiniones personales de su autor, y no compromete las que puedan tener los órganos de decisión del Banco Central Europeo.

² <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.htm>

³ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/01/index.htm>

⁴ http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0910a.pdf

⁵ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

⁶ http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf

⁷ <http://www.publications.parliament.uk/pa/ld200809/ldselect/ldconaf/101/101i.pdf>

⁸ <http://www.parliament.the-stationery-office.co.uk/pa/cm200809/cmselect/cmtreasy/767/767.pdf>

⁹ El “*ratio Cooke*” trae su denominación en el Presidente del Comité de Supervisores de Basilea en 1988, Mr. Meter Cooke, que adoptó un estándar universal de fondos propios para la banca, cifrado en el 8 % de

nuevas modalidades para la determinación del nivel adecuado de capital, primando la solvencia sobre la liquidez, cuando ha sido ésta y no aquélla el origen de la crisis. Más aún, en cuanto a solvencia se refiere, Basilea II hace depender el nivel de fondos propios de la banca del criterio de entidades ajenas a los propios bancos, como son las agencias de notación (“*rating*”), y que ya sabemos tenían unos conflictos de interés que las hacen poco fiables. Finalmente, el modelo que Basilea II hace de la solvencia de las entidades de crédito es un modelo pro-cíclico, en el sentido de exigir más capital cuando la situación es mala, que cuando la situación es buena, y eso naturalmente hace que cuando necesitas capital es cuando menos abunda, es más difícil y caro de obtener, y eso ha producido también las dificultades de adecuada capitalización de la banca que esta crisis nos ha presentado. Curiosamente, Basilea II es un acuerdo que costó siete años de discusiones en la sede del Banco de Pagos Internacionales, y que apenas aprobado y puesto en vigor en Europa demostró su insuficiencia para prevenir una crisis de liquidez. En todo caso, Basilea II no se llegó a aplicar en los Estados Unidos de América, cuyos mercados son el origen de la crisis. La crisis ha desencadenado su proceso de revisión, hoy en curso.

La nueva función de supervisión macro-prudencial

El paradigma existente en todo el mundo hasta el desarrollo de esta crisis, es que con la supervisión individualizada de las entidades crediticias bastaba, ya que si todos y cada uno de los miembros del mercado estaba financieramente bien, la consecuencia era que el sistema en su conjunto estaba bien. Ese paradigma se ha roto en esta crisis. El término supervisión macro-prudencial es un término posiblemente nuevo, un neologismo que no figura aún en el Diccionario de la Real Academia Española. No obstante, hay ya un uso del mismo ya hace doce años, en el discurso a los accionistas del Banco de Pagos Internacionales por su Presidente, Sr. Wim Duisenberg, en el año 1997, donde alude a la necesidad de una macro-supervisión de los riesgos de contagio en el sistema financiero, esto es, de los riesgos sistémicos, al referirse a las infraestructuras financieras, que son precisamente los elementos técnicos de interconexión de los agentes de los mercados. El término “riesgo sistémico” (que tampoco figura aún en el Diccionario de la Real Academia Española) se ha venido usando desde tiempo atrás, sin emplearse aún el de “supervisión macro-prudencial” para

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.

aludir a él¹⁰. El discurso del Director General del Banco de Pagos Internacionales en el año 2000, a la Conferencia Internacional sobre Supervisión Bancaria que tuvo lugar con motivo del cambio de milenio sobre las perspectivas supervisoras para el siglo XXI, se tituló, “Las dimensiones micro y macro prudenciales de la estabilidad financiera”. En él, el mensaje clave era ya que desgraciadamente lo que puede ser bueno para una entidad individual puede ser malo para el sistema en su conjunto. Un banco puede ser muy bueno invirtiendo en inmobiliario, pero si todos los bancos invierten en inmobiliario y el ciclo baja hay un problema de tipo sistémico. Un banco puede mejorar su ratio de capitalización titulizando y vendiendo sus activos, pero empeorar el nivel de riesgo de quienes invierten en esos títulos. Lo que viene a decir en este discurso el Director del Banco de Pagos Internacionales es que no basta con la supervisión micro-prudencial, hace falta una supervisión macro-prudencial, entendida como una supervisión del sistema en su conjunto. Por ejemplo, actualmente asistimos a que los bancos, por razones individualmente buenas, restringen el crédito para evitar riesgos y obtener mejores ratios de capital; esa acción individual de cada banco, positiva para él, tiene colectivamente un efecto nocivo, cual es que no llega el crédito a la economía real, con unas consecuencias generales negativas, como es el aumento de la morosidad.

Nueve años después, a raíz de la crisis, todos los estudios, discursos y manifestaciones de las entidades que se han tenido que ocupar de la misma, reconocen que no basta con la supervisión micro-prudencial, entendida como supervisión de cada uno de los agentes del mercado, sino que hace falta una supervisión del conjunto del sistema, así como una regulación que atienda al riesgo sistémico. Y en 2009 el Grupo de los 20 países representativos de la economía mundial, el G20, adoptó consiguientemente la decisión en su reunión de Pittsburgh, para ser instrumentada globalmente, de abordar la supervisión macro-prudencial como distinta y separada de la supervisión micro-prudencial. Y la Unión Europea decide, en desarrollo del acuerdo del G20 y siguiendo las recomendaciones del Informe del Grupo Larosière, crear la Junta Europea para Riesgos Sistémicos, analizada más abajo.

El concepto de supervisión macro-prudencial es antitético al de supervisión micro-prudencial, que es el sistema tradicional de supervisión. En la actualidad la supervisión micro-prudencial tiene dos modelos: sectorial o funcional (por objetivos).

¹⁰ Por ejemplo, por el *European Shadow Financial Regulatory Comité*, que en 1998 ya abogó –en contemplación de la unión monetaria europea– por la creación de un “Observatorio Europeo de Riesgos Sistémicos”. El BCE ha venido publicando estudios de riesgo sistémico (v.gr.: ECB Working Paper n. 35, noviembre 2000, revisado en 2009).

En el modelo sectorial clásico hay supervisores diferenciados para las entidades de crédito, para las compañías de seguros, y para el mercado de capitales. Es el caso, por ejemplo, de España. Un desarrollo más reciente en Europa¹¹ es el modelo “*allfinanz*”, en el que los supervisores sectoriales se integran en una entidad supervisora única que, aunque aplica la normativa sectorialmente diferenciada según los tipos de entidades supervisadas, quiere dar respuesta al fenómeno de des-regulación que permite a todos hacer de todo: a las entidades de crédito, por ejemplo, vender seguros o participar en el mercado de capitales, o a las entidades de seguros participar en el mercado, por ejemplo, de productos derivados. Es el caso, además del Reino Unido (FSA), de Alemania (BaFin¹²), y otros Estados de la Unión Europea.

El modelo de supervisión por objetivos responde a la idea de que una cosa es vigilar la solvencia de las entidades financieras, y otra supervisar el buen funcionamiento del mercado, pudiendo ocasionalmente haber un conflicto entre lo uno y lo otro (por ejemplo, emitir activos titulizados para mejorar el ratio de capital, pero incrementando el riesgo de los inversores). Es el modelo¹³ de Italia, Países Bajos y, recientemente, de Francia. Es el modelo propuesto en el Informe Larosière para una segunda etapa de las proyectadas agencias europeas de supervisión financiera.

Pues bien, el concepto de macro-supervisión responde a un objetivo distinto y complementario: la estabilidad financiera, esto es, el funcionamiento normal de los mercados financieros, de modo que cualquier evento o “*schock*” se absorba por el sistema, o por el resto del sistema si se trata de la insolvencia de un componente del mismo, sin afectar a la economía real. No se centra en entidades singulares, sino en el sistema en su conjunto. No se circunscribe a los participantes en los mercados financieros, sino que tiene una visión de 360 grados: todo cuanto pueda poner en riesgo la estabilidad financiera. Además de tener puesto el ojo en la propia jurisdicción, en el mundo actual de economías globalizadas y de sus interdependencias, examina también los peligros del exterior. Esta crisis ha venido de Estados Unidos, pero ha habido en el próximo pasado la crisis mejicana, la crisis asiática, la crisis rusa, la crisis argentina, por poner ejemplos históricos de contaminación de problemas del exterior y que tienen una repercusión en los sistemas financieros locales. Incluye también en su ámbito la actividad del denominado “sistema bancario en la sombra” (“*shadow banking system*”) compuesto por los grandes operadores financieros no supervisados como los fondos alternativos de inversión (“*hedge funds*”), los inversores soberanos o las grandes

¹¹ El Reino Unido instrumentó primero esgte cambio en el año 2000, con la creación de la Autoridad Financiera (*Financial Services Authority*) que integró en ella los diversos supervisores sectoriales pre-existentes.

¹² Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaussicht

¹³ Coloquialmente conocido como sistema “*Twin peaks*”.

compañías de inversión. Incluye también la supervisión de las infraestructuras del mercado financiero, como los sistemas de liquidación de valores, sistemas de pagos, y las telecomunicaciones propias del sector. Y las entidades no supervisadas pero influyentes en la estabilidad financiera, como las agencias de notación (“*rating*”) o las entidades activas en el mercado de productos derivados. Por ejemplo, piénsese en la crisis de la gran empresa de seguros americana, AIG, que fue objeto de un rescate multi-billonario por parte del Tesoro americano: ¿cómo pudo ocurrir si AIG estaba supervisada?; porque AIG, 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. Si la micro-supervisión se basa en una previa delimitación normativa de las entidades sujetas a la autoridad supervisora, para la macro-supervisión –dada la ausencia de un vínculo jurídico de sujeción de la entidad al supervisor- no es precisa dicha delimitación: se extiende a cuanto pueda influir en la estabilidad financiera.

Dimensión horizontal de la supervisión macro-prudencial

La disección del concepto anteriormente descrito de supervisión macro-prudencial permite distinguir distintos aspectos. En primer lugar, y el más evidente, es el aspecto horizontal: la macro-supervisión se centra primordialmente en las interconexiones entre los diversos sectores y entre los diversos agentes del mercado. Analiza los riesgos de contagio entre las diversas partes del sistema financiero. Piénsese en que las conexiones requieren también analizar la liquidez, porque hay muchos negocios en donde el negocio depende de la liquidez del mercado. Y, en este sentido, cabe señalar que en la zona del euro hay una fragilidad mayor que en otros mercados puramente locales porque la Unión Monetaria ha multiplicado el riesgo de contagio, en mayor grado, naturalmente, para aquellos bancos que operan internacionalmente que no los que son puramente domésticos. Tener una moneda común quiere decir mayor vulnerabilidad a lo que ocurre en el resto de la zona monetaria. Ello es tanto mayor cuanto que hay una zona monetaria única, pero una pluralidad de jurisdicciones, similares y convergentes en lo grueso, pero diferentes en el detalle y sujetas a autoridades y ordenamientos distintos.

En el análisis horizontal de riesgos de contagio hay que bajar del nivel global y entrar en los diferentes segmentos del mercado, pues cada uno tiene su grado de inter-conexión: mercado interbancario monetario, mercado de repos, mercado de derivados, etc. La labor de análisis de las conexiones tiene que distinguir entre modelos de negocio: por ejemplo, hay modelos de negocio mucho más vinculados a una liquidez que viene de fuera, y modelos donde hay un tipo o grupo de inversores más estable y menos sensible

a las evoluciones de la economía, o modelos donde se aplica una liquidez puramente interna no vulnerable a las oscilaciones del mercado. El “contagio” (denominado por la doctrina reciente “*network risk*” tiene lugar de muchas maneras, que el supervisor macro-prudencial debe analizar. Frecuentemente el riesgo se produce por el efecto de condiciones habituales en la contratación inter-bancaria, como, por ejemplo, las cláusulas de *cross-default* o de vencimiento anticipado por otros incumplimientos, que son cláusulas que agravan una situación de crisis, al contaminar en un efecto dominó a contratos en vigor que están siendo cumplidos por el deudor. Es decir, esas cláusulas, aunque protejan a un acreedor singular, lo que hacen es de correa de transmisión de problemas de un deudor al resto de sus acreedores.

Más allá de los mercados propiamente dichos, el análisis macro-supervisor debe adentrarse en las interdependencias de los agentes. Así, por ejemplo, los riesgos recíprocos ha sido también una de las causa de la crisis, ya que la caída de uno conlleva la de los otros. Ese fue el caso de los tres grandes bancos islandeses que han quebrado, en donde cada uno de ellos emitía papel que los otros bancos islandeses compraban contra su propio papel para utilizarlo para obtener dinero de terceros no islandeses. 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. Es decir, el tener riesgos recíprocos o mutuos, es también un riesgo sistémico que hay que analizar. La concentración sectorial de riesgos es también un elemento de contagio: si varios bancos asumen riesgos con un mismo sector, el hundimiento de éste afecta no sólo a uno, sino a todos los prestamistas e inversores.

El riesgo-país también es un elemento que ya desde la crisis mejicana de mediados de los años 1980s es objeto de análisis, por parte de supervisores y reguladores, dando lugar a la obligación de establecer provisiones por riesgo país. En economías globalizadas, las crisis ajenas repercuten en el sistema financiero propio, pueden ser altamente contagiosas.

El análisis macro-prudencial “horizontal” debe extenderse también a las asimetrías de información financiera. Si todo el mundo tuviera el mismo nivel de información, rara vez circularían los riesgos, como han circulado, desde sectores y de agentes que tienen mejor conocimiento del riesgo a inversores con menor información, por ejemplo localizados en otros sitios, menos familiarizados con el riesgo real, y que confían sobre todo en la clasificación de una agencia de *rating*. El riesgo suele ser transferido a quien dispone de menos información sobre él. El riesgo puede transmitirse a través de

mecanismos que se no se contabilizan en balance (“*off balance sheet*”), como son los productos derivados, y eso hace mucho más difícil el conocimiento externo de los riesgos que tienen asumidas las contrapartes con las que se opera. En el caso de las permutas de riesgo de crédito (“*Credit default swaps*” o CDS), 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. Hay ahí una situación de intransparencia que las reformas en curso van a mejorar para evitar que haya asimetrías en el análisis del riesgo.

Una situación general de intransparencia que debe de 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 prudencial, no hay transparencia ni marco regulatorio que permita prever y mitigar los riesgos sistémicos que dichos operadores producen. De ahí que el sistema bancario en la sombra sea punto de atención en las conclusiones del G20, así como de un controvertido proyecto de directiva de la UE sobre regulación de los fondos de inversión alternativa, conocidos vulgarmente como *hedge funds*. También por ese motivo de transparencia, la idea de que los productos derivados no se negocien y contraten bilateralmente, sino que se centralicen en un mercado organizado con una sociedad central de contrapartida, con la finalidad de mayor transparencia en las operaciones y en los precios de las mismas.

En definitiva, se ha hecho imperativa una supervisión que atienda a todas las posibles causas de crisis financiera, es decir, que atienda al conjunto de operadores y a sus interdependencias, evaluando los riesgos de contagio entre ellos.

Dimensión temporal de la supervisión macro-prudencial

El segundo enfoque de la nueva función de supervisión macro-prudencial es el temporal. Los riesgos sistémicos no son algo estático, sino que dependen de la

evolución de la economía, del ciclo económico, y de las tendencias del modelo de negocio de los componentes del sistema financiero. La supervisión macro-prudencial, al referirse a cuanto afecta a la estabilidad financiera, toca aspectos tan diversos que no puede configurarse como algo estático, sino que debe atender a una realidad muy dinámica, que se mueve con la innovación tecnológica, con los cambios en la regulación financiera, con las evoluciones económicas de todo tipo, micro y macroeconómicas, en la propia jurisdicción, pero también en las jurisdicciones exteriores.

Así, se ha visto cómo la crisis traía causa, entre otras, de la pro-ciclicalidad de normas y contratos. Por ejemplo, la norma contable de que los activos del balance tienen que valorarse por su valor de mercado, la regla llamada *mark-to-market*¹⁴ (“contabiliza según el mercado”), que obliga a contabilizar los activos del balance por su valor de mercado: en un mercado a la baja, esa regla obliga en última instancia a entrar en pérdidas, aunque no enajene dichos activos. Esa regla, a resultas de la crisis, está siendo objeto de revisión, para aplicarla según un horizonte temporal no vulnerable a las oscilaciones corto-placistas del mercado. Otro ejemplo de reglas con efecto pro-cíclico son las cláusulas contractuales en los contratos estándar que se utilizan en los mercados al por mayor, como son, por ejemplo, las cláusulas llamadas de *variation margin clauses*, según las cuales 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. Son ejemplos de disposiciones de tipo pro-cíclico, que requieren recursos adicionales en tiempos malos, cuando idealmente habría que usar mecanismos anti-cíclicos, que requieran aportación de recursos en previsión de los tiempos malos, durante los tiempos buenos. De ahí el mérito y el ejemplo que ha dado España en el mundo 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 importantes. El dinero barato ha creado mucha liquidez, ha permitido incrementos del crédito en porcentajes superiores al del PIB o al del índice de precios al consumo, y ello ha producido una asunción excesiva de riesgos. Esos son también elementos que la supervisión macro-prudencial debe de evaluar. Es decir, la proyección en el tiempo, el dinamismo de las variables monetarias fundamentales es un elemento muy importante de esta nueva faceta de la supervisión. La política monetaria, enfocada

¹⁴ Reflejada en la norma contable internacional IAS 39.

a la estabilidad del valor adquisitivo de la moneda, puede provocar fenómenos sectoriales de incremento anormal del valor de ciertos activos (“burbujas”), como así ocurrió en los sectores informático (“*dot.com bubble*”) e 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 deshacen. Pueden producir en el sistema financiero unos efectos de pérdidas patrimoniales, aumento de morosidad, con posibles efectos en cadena en otros agentes de los mercados financieros. La mayor o menor intensidad del efecto del fin de una “burbuja” depende del modelo colectivo y evolución del 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 (*cash-flows*) del prestatario.

Así como la política monetaria se centra en el índice general de precios al consumo, esto es, en asegurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, la supervisión macro-prudencial tendrá que analizar los riesgos sistémicos de las dinámicas sectoriales de precios mencionadas, y su inter-acción con los modelos de negocio de los agentes financieros, fomentando medidas que los mitiguen.

La mayor o menor concentración sectorial de riesgos es también un tema de importancia para el análisis no sólo horizontal sino temporal de estabilidad financiera. Si todos los agentes se concentran en un solo sector, naturalmente quedan todos sujetos a las vicisitudes y ciclo 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 un tema por tanto importante para asegurar la estabilidad financiera, en el que el ciclo que el macro-supervisor debe atender 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 engloba también atender a los parámetros de la gestión de la liquidez: examinar el “*mismatch*” entre los plazos de las fuentes de liquidez y los de la inversión, propio del negocio financiero; no individualmente sino atendiendo a los diferentes modelos de negocio en el sistema. Por ejemplo, liquidez a corto para financiar riesgos a largo conlleva ese “*mismatch*” que, si es estructural y generalizado, es sistémico y por tanto debe de mitigarse (por ejemplo, con mayores exigencias de capital o de provisiones específicas o genéricas). Si un modelo de negocio se basa, por ejemplo, en titularizar y vender el riesgo, y el mercado de titulizaciones se seca, hay ahí una situación sistémica. Los trabajos encaminados a

revisar Basilea II tienen, en parte, por objeto atender al riesgo de liquidez que ha sido causa de la presente crisis.

Dimensión vertical de la supervisión macro-prudencial

En el enfoque de la macro-supervisión que se está desarrollando en los proyectos normativos en curso de discusión en el Congreso de los Estados Unidos¹⁵, se consideran también sujetos a la autoridad del futuro macro-supervisor¹⁶ aquellas entidades individuales que por su tamaño presentan un riesgo sistémico, esto es, un riesgo de contagio generalizado al resto del sistema en caso de dificultades. De acuerdo con las normas en proyecto en América, dichas entidades saldrán del ámbito del respectivo supervisor micro-prudencial y pasarán a la jurisdicción del órgano que ejercerá la supervisión macro-prudencial. Es decir, habrá una distinción entre entidades pequeñas y entidades grandes: las primeras sujetas a la supervisión “clásica” del micro-supervisor, las segundas sujetas a la supervisión directa del nuevo supervisor macro-prudencial.

Por el contrario, en la legislación propuesta por la Comisión Europea, en Europa no se hará esa 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 Comité de Supervisores Bancarios de la UE, ha definido las características para que un banco sea sistémicamente importante en la dimensión del mercado interior europeo, y aplicado esos parámetros a las entidades de crédito establecidas en la UE. 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, aunque sea limitado su número son muy importantes desde el punto de vista de estabilidad financiera. De ahí el debate durante los años 2008 y 2009 de quién y cómo los va a supervisar. El Informe Larosièrre descarta la idea de un supervisor europeo para ese tipo de bancos, por razones de pragmatismo político y de ausencia de una regulación bancaria uniforme.

El modelo americano de combinar las dos perspectivas de supervisión prudencial, es decir, de prever una micro- y macro-supervisión unificada para aquellas entidades que son tan grandes que por sí solas sí pueden crear una situación sistémica, plantea el problema conceptual conocido como de “riesgo moral” (*“moral hazard”*), que en

¹⁵ <http://www.opencongress.org/bill/111-h4173/show>

¹⁶ En el proyecto de ley en curso se denomina “*Financial Services Oversight Council*”.

síntesis es el aseguramiento por el Estado de que las grandes entidades nunca entrarán en insolvencia ya que ello traería consecuencias sistémicas. Si hay bancos tan importantes que nunca el Estado les dejará caer (*“too big to fail”*), éstos jugarían con un privilegio exorbitante en el mercado, con ventaja para asumir más riesgo que aquellos que por su tamaño sí podrían quebrar.

El debate del *moral hazard* y del privilegio de los *too big to fail* ha llevado a algunos a la tesis de que no debe haber un banco que sea tan grande que no pueda caer: todos requieren igual trato, y poder en caso de mala gestión entrar en insolvencia. No cabe que el beneficio en los años buenos vaya a los accionistas y directivos de la banca, y se cargue al contribuyente si entra en pérdidas. Y, en ese sentido, hay nuevas líneas de análisis que sugieren que el macro-supervisor pueda decidir que un determinado banco no crezca más, o que pueda proponer condiciones prudenciales a su crecimiento desde una dimensión determinada, o incluso que pueda pedir la segregación de aquella entidad que por su tamaño ocasione el problema del *moral hazard*. De hecho, la Comisión Europea ha exigido en 2009 a dos entidades sistémicas, que habían crecido por la vía de fusiones hasta ser *too big to fail* y en el curso de la crisis los respectivos Estados habían tenido que inyectarles fondos propios¹⁷, a segregar y vender partes de su organización y negocio, precisamente para evitar la situación de *moral hazard* en la que se encuentran.

El nuevo marco de supervisión en Europa prevé para los grandes bancos, los treinta y nueve bancos sistémicos antes citados, y también para toda entidad que tenga negocio más allá de su territorio, una supervisión conjunta con colegios de micro-supervisores, y en caso de disputas entre ellos un método para que las nuevas agencias europeas de supervisión¹⁸ puedan tener una capacidad decisoria. Estas medidas, aunque positivas, ni resuelven el problema del *moral hazard* ni son sustitutivas de un enfoque sistémico.

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 de analizarse y atenderse. La presente crisis ha sentenciado el debate *“rules versus discretion”*, según el cual, para unos¹⁹, el supervisor debía de tener flexibilidad para

¹⁷ El Royal Bank of Scotland (RBS) en el Reino Unido, y el conglomerado ING en los Países Bajos.

¹⁸ La Autoridad Bancaria Europea; Autoridad Europea de Seguros y Pensiones; Autoridad Europea de Valores y Mercados.

¹⁹ La FSA británica ha sido hasta esta crisis defensora del *“light regulation approach”* y de *“principles-based regulation”*; la crisis ha puesto en cuestión esa filosofía, y el G20 admite la necesidad de un robustecimiento normativo.

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 del juego debían estar claras.

Una causa típicamente jurídica de riesgo sistémico es el problema de las lagunas o inconsistencias que existen en el marco regulatorio de grupos financieros transnacionales, en los que los servicios jurídicos de los mismos maximizan en beneficio propio las diferencias regulatorias entre los países en los que operan, y pueden jugar con las mismas complicando o haciendo ineficaz su supervisión en base consolidada. Una futura regulación del riesgo sistémico debe evitar el llamado “arbitraje regulatorio”. 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 claro y general se haga, mejor; no es válido que se impongan a unos y no a otros participantes en el mismo mercado, ya que no se elimina el riesgo sistémico. También, por ejemplo, las titulizaciones de activos (“*asset-backed securities*” o *ABS*) muy frecuentemente se realizan en lugares distintos de donde los activos se encuentran, no sólo para poder incluir en una misma emisión activos ubicados en distintas jurisdicciones, sino por 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 supervisión *light* por parte de las autoridades de su domicilio. Es decir, ejercitan una especie de elección regulatoria, donde se va siempre al eslabón menos riguroso. Y esto es un problema de estabilidad financiera para el supervisor macro-prudencial que naturalmente la regulación tendrá que abordar.

Otro gran tema jurídico de impacto macro-prudencial es el problema de la ausencia de una normativa internacional para las crisis de grupos bancarios transnacionales. De nuevo el caso de ejemplo más característico es el de Lehman Brothers, un grupo de más o menos seis mil entidades jurídicas distintas, ubicadas en todo el planeta, con un negocio que se dirigía desde Nueva York o desde Londres, en donde se concentraba la contabilización de alrededor de un 60% del total de activos del grupo. Es decir, había una unidad de dirección del grupo, una operativa centralizada, pero con efectos contables y jurídicos repartidos en las diversas filiales o participadas en grupo, por consideraciones de tipo práctico, fiscal o regulatorio. Y de ahí, que cuando el grupo Lehman Brothers entró en insolvencia en Nueva York el 15 septiembre 2008, provocando la insolvencia en cadena de todas sus filiales, 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 los USA o del Reino Unido a participar en la liquidación de la quiebra de las principales entidades del grupo quedó también dañado, por carecer de *locus standi* en los procedimientos principales. Se intentó inútilmente la posibilidad de coordinar a los tribunales competentes, a los administradores de la quiebra, y a los acreedores de las filiales de Lehman Brothers en todo el mundo, por medio de un protocolo de cooperación que no fue suscrito sino por una parte de los actores de la insolvencia general. Cada procedimiento de insolvencia se regía por normas nacionales, con jueces que no se coordinan internacionalmente entre sí, con enormes deficiencias en el flujo de información propias desde Londres o Nueva Cork a los demás países afectados. Así, por ejemplo, la filial de Lehman Brothers en Alemania no tiene acceso a lo que está haciendo el juez de Nueva York con la insolvencia principal, o el juez de Londres, lugares donde radican los activos principales del grupo.

Esta situación, según la cual los bancos “son internacionales en vida pero nacionales en su muerte”, provocó en el seno de las discusiones del G20 la necesidad de que hubiera un sistema de resolución de crisis de los grandes grupos financieros internacionales. Se mandató a la Junta de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*), para proponer soluciones, en el sentido de evitar la experiencia sufrida con Lehman Brothers y arbitrar mecanismos equitativos y funcionales en casos de insolvencia grupos transnacionales.

El Banco de Pagos Internacionales ha elaborado, a finales de agosto 2009, un Informe muy comprensivo sobre este problema²⁰, destinado a la Junta de Estabilidad Financiera. Por su parte, la Comisión Europea, el 20 de octubre 2009 ha publicado una Comunicación, sujeta a consulta pública, sobre qué hacer con este problema²¹.

Una tercera aproximación a los aspectos jurídicos de la supervisión macro-prudencial son los contratos estándar, que tienen cláusulas de contagio (v.gr.: *cross-default*) y cláusulas pro-cíclicas (v.gr.: *variation margin clauses*), y que también tendrá que examinar el macro-supervisor junto con las asociaciones de los mercados financieros, ver cómo se pueden limitar los riesgos de propagación de crisis, y dar a los supervisores una posibilidad legal y funcional para que puedan intervenir cuando sea necesario, sin verse sorprendidos con mecanismos que producen como un dominó efectos en cascada, y que producen sus efectos de un día para otro.

²⁰ <http://www.bis.org/publ/bcbs162.pdf?noframes=1>

²¹ http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/crisis-management/091020_communication_en.pdf

Un cuarto enfoque jurídico de la supervisión macro-prudencial es el relativo a las normas de buen gobierno corporativo. En esta crisis ha habido muchos problemas de falta de buen gobierno, como es, por ejemplo, la primacía que se da al corto plazo, respecto del medio y largo plazo, motivada en parte por los sistemas de remuneración de administradores, ejecutivos y gestores. Hay todo un debate internacional, abierto por el G20, acerca de este problema. La banca, un negocio en el que la confianza del cliente basada en una lealtad mutua, derivada de una escrupulosa honradez de trato, había creado un *ethos* general en la profesión de banquero, marcado por la prudencia y el enfoque hacia el largo plazo, pasó en los últimos años a estar dominada por la mentalidad de los comerciantes (*traders*): primacía del corto plazo, del interés del banco sobre el del cliente, del aprovechamiento de la información para operaciones propias. Nunca se ha visto una proliferación mayor de códigos de conducta, códigos de buen gobierno, y de normas para evitar el abuso de información privilegiada, impensables bajo el *ethos* tradicional del buen banquero. La crisis ha revelado la insuficiencia de normas “suaves” (*soft law*) y la necesidad de abordar de nuevo el problema examinando los poderes del regulador y del supervisor, de modo a restablecer el *ethos* adecuado en los responsables de un sector tan vital para la economía como es el financiero.

Una de las soluciones pasa por evitar situaciones de intransparencia del negocio: claridad y reglas respecto de conflictos de interés, tratamiento de los inversores/depositantes, riesgos, etc., precisamente imponiendo transparencia con inversores, accionistas y *stakeholders* en general. Otro aspecto del buen gobierno corporativo se refiere al papel de la auditoría independiente: la crisis ha revelado que los auditores han ido certificando cuentas que daban por buenas las evaluaciones de capital, de riesgos, de liquidez, etc., y al siguiente día los bancos auditados necesitaban capital o medidas excepcionales de apoyo, suscitando el problema de la definición de la labor y responsabilidad de los auditores, y de la relación de los auditores con el supervisor.

Dimensión internacional de la supervisión macro-prudencial

El riesgo de contagio no solamente doméstico. En economías abiertas y globalizadas, el mayor riesgo precisamente está en el exterior, donde ni el supervisor tradicional ni los propios participantes en el mercado tienen información directa y suficiente para mitigar dichos riesgos. Esta crisis financiera ha venido claramente del exterior de la UE. Como muchos otros precedentes mencionados más arriba. El responsable de la supervisión macro-prudencial tiene que establecer mecanismos de información y de coordinación intensos, sólidos y funcionales. Aunque el mundo financiero es global, no hay un

regulador internacional, y de ahí las grandes diferencias en la regulación del sistema financiero. Los grupos del G10 ó del G20 que establecen estándares globales (*“international standard setting bodies”*), son grupos informales que no tienen ni legitimidad político-jurídica ni capacidad de imponer directamente sus estándares. No representan sino a una parte del planeta; tienen problemas de transparencia, sobre todo cómo elaboran los estándares, a qué mercados privilegian, y cómo se toman las decisiones. Otro problema es que los estándares no son vinculantes, son “derecho suave” (*“soft law”*), que los Estados pueden o no seguir. Por ejemplo, el Comité de Supervisores de Basilea, el autor de Basilea I y Basilea II, no ha conseguido aún que los Estados Unidos implementaran hasta esta fecha las normas de Basilea II, adoptadas en junio del 2004 y ahora en proceso de reforma. El grupo de expertos contables que estableció los estándares contables internacionales (*IAS “International Accounting Standards”*), tampoco ha conseguido que los Estados Unidos los apliquen. ¿Por qué?. Porque se aprueban, pero luego los mecanismos de aplicación son muy indirectos: presión de la industria, presión internacional (*“peer pressure”*), y recomendaciones del Fondo Monetario Internacional a cada país al realizar el examen de cumplimiento de estándares internacionales.

La propuesta del G20 para afrontar este aspecto de gobernanza internacional, es atribuir la responsabilidad del seguimiento de estándares a la Junta de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*), en el que se integran los presidentes de los *international standard settings bodies*, así como la función de coordinarlos y darles mandatos ad hoc. Además, dicha Junta recibe la obligación de reportar regularmente al Fondo Monetario Internacional acerca de la fijación y seguimiento de estándares internacionales. Cabe plantearse si la Junta puede desarrollar adecuadamente estas importantísimas funciones, dada su composición (más de sesenta personas, incluyendo todos los supervisores sectoriales o funcionales del G20, ciertos organismos internacionales, y, como se ha dicho, representantes de los *international standard setting bodies*), y dado que el modo de adoptar decisiones, según su carta fundacional, es el consenso. Cómo el Fondo Monetario Internacional asegurará la aplicación mundial de los estándares, es otra cuestión abierta.

El Fondo Monetario Internacional recibe también del G20 la función de detectar riesgos sistémicos globales y adoptar alertas tempranas (*“early warnings”*). Sin perjuicio de que el Fondo organice internamente dicha función macro-supervisora, la Junta de Estabilidad Financiera queda asignada como responsable de proponer al Fondo alertas tempranas y medidas de mitigación de riesgos sistémicos internacionales. Dentro del Fondo Monetario Internacional la tarea se asigna no al Comité Directivo del Fondo,

sino al Comité Monetario y Financiero Internacional, que se compone de los Ministros de los países representados en el Comité Directivo del Fondo.

Dimensión europea de la supervisión macro-prudencial

La nueva función de supervisión macro-prudencial, de acuerdo con el Informe del Grupo Larosière, va a quedar encomendada en Europa a los bancos centrales. El Sistema Europeo de Bancos Centrales presenta la doble ventaja para esta función de (a) estar compuesto por entidades independientes, esto es, al margen del juego político, y (b) que disponen ya de una capacidad técnica y una relación directa con el mercado financiero ideal para abordar los diversos enfoques del riesgo sistémico. Por su función de “banco de bancos” y de “prestamista en última instancia” los bancos centrales tienen un íntimo conocimiento de la realidad bancaria. Por su amplia capacidad estadística, disponen de un potencial de análisis inigualable. Los bancos centrales deben en todo momento saber cómo repercutirán en la economía real sus decisiones de política monetaria; es decir, conocer cómo el sistema bancario intermedia la economía monetaria con la economía real, y de ahí la amplitud de su sistema estadístico; el efecto multiplicador de la banca en el proceso de creación de dinero, y por lo tanto la función de la banca en la liquidez del sistema, hace de los bancos centrales unas entidades necesitadas de amplia información sobre el sistema financiero. La mitad de los bancos centrales de la zona euro tienen, además, la función de supervisión micro-prudencial, por lo cual acceden también a la información supervisora. Finalmente, todos los bancos centrales han venido en tiempos recientes elaborando informes sobre la estabilidad financiera, no sólo para poner en dicho uso la información acumulada y su capacidad técnica de análisis, sino porque la estabilidad financiera repercute en la estabilidad monetaria. El Artículo 3 del Estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) establece como función básica de los mismos el contribuir a la estabilidad financiera.

Sentado lo anterior, hay que señalar que la nueva función requerirá un *instrumentarium* más desarrollado del que hoy dispone. Así, por ejemplo, deberá obtener no sólo información cuantitativa, sino cualitativa, de modo a conocer los planteamientos de política empresarial de los actores principales del mercado, el impacto de la innovación tecnológica, los efectos en el sistema financiero de las políticas gubernamentales y de las reformas normativas, los cambios en los estándares contractuales del mercado, la eficacia y competencia de los micro-supervisores, el impacto sistémico de actores no supervisados, de eventos puntuales inesperados (v.gr.: una catástrofe natural, un acto terrorista, una epidemia), etc. Y establecer metodologías para identificar riesgos,

evaluarlos, probarlos con simulaciones de crisis, ver sus interconexiones en los diversos segmentos del mercado y su dinámica, etc. Finalmente, acertar en el diagnóstico, recomendando medidas que se adecúen a los riesgos, sin complacencia frente a los intereses del sector; como se oye frecuentemente, ser capaces de inclinarse contra el viento (*“to lean against the wind”*). Es, en cierto modo, una nueva ciencia que requerirá no sólo teoría sino experiencia. E independencia de criterio.

En cumplimiento de las recomendaciones del Grupo Larosière y de las conclusiones sobre el mismo del Consejo de Ministros (Ecofin) y del Consejo Europeo, la Comisión ha sometido en el 2009 al Consejo y al Parlamento dos proyectos de Reglamento para la creación de la Junta Europea para Riesgos Sistémicos (JERS), traducción oficial al castellano del nombre original en inglés *European Systemic Risks Board*. El primer proyecto de Reglamento se basa en las previsiones del Tratado sobre creación del mercado interior, y es el que establece la JERS, sus funciones y composición. El segundo proyecto de Reglamento tiene su base en la disposición del Tratado que permite atribuir al BCE funciones supervisoras.

La JERS se organiza, en el proyecto de la Comisión, sobre cuatro patas: el Consejo General, el Comité Directivo, el Comité Técnico Consultivo, y el Secretariado.

El Consejo General de la JERS se compone –según el proyecto en curso- de 33 personas: los 27 Gobernadores de los 27 Bancos Centrales de los Estados Miembros de la UE, 2 miembros del Banco Central Europeo, Presidente y Vicepresidente, los 3 Presidentes de las 3 nuevas agencias europeas de supervisión sectorial, y un representante de la Comisión Europea. Es el órgano de decisión en materia de supervisión macro-prudencial europea. Sus decisiones se adoptan por regla general por mayoría simple, y por mayoría cualificada para decisiones concretas.

El Comité Directivo de la JERS es –según el proyecto en curso- un sub-grupo del Consejo General, compuesto por 10 miembros, 5 del sector de bancos centrales y el resto de los otros organismos representados en el Consejo General. Tiene funciones preparatorias de las reuniones y decisiones del Consejo General.

El Comité Técnico Consultivo de la JERS tiene solamente funciones consultivas de tipo técnico, como su nombre indica, y se compone –según el proyecto en curso- de más de 60 miembros: representantes de los 27 bancos centrales y del BCE, más los supervisores sectoriales o funcionales de todos los Estados Miembros.

Y por último, el Secretariado de la JERS, que es el que canalizará la preparación de todas las actuaciones de los órganos de la JERS. Es esta última función la que el segundo proyecto de Reglamento atribuirá al BCE.

Las funciones del Secretariado son diversas, y responden más al concepto de una “Secretaría General” que no al de “Secretaría del Consejo”, ya que asume importantes funciones de preparación.

En primer lugar, la de obtener toda la información relevante, y estas cortas palabras no son suficientes para ilustrar la complejidad de lo que conlleva definir qué son informaciones relevantes en esta nueva y muy compleja función de supervisión macro-prudencial; piénsese en los varios enfoques aludidos anteriormente, horizontal, vertical, temporal, internacional, y legal. Para cada uno de ellos hay que definir y obtener los datos suficientes para poderlos analizar. El *instrumentarium* estadístico del BCE deberá de desarrollarse y completarse para hacer frente a esta nueva función. También, será preciso establecer el marco dentro del cual los supervisores micro-prudenciales, las nuevas agencias europeas de supervisión, y los órganos o entidades similares existentes fuera de la UE, como el nuevo macro-supervisor norteamericano o la Junta de Estabilidad Financiera, comunicarán sus datos, análisis e informaciones a la JERS. En el ámbito europeo esta es una cooperación que no puede descansar en instrumentos de *soft law*, del tipo “Memoranda de Entendimiento”, sino en una norma vinculante, que ya está en preparación mediante un proyecto de Directiva que reforma las directivas de todos los sectores financieros, para contemplar regular la coordinación de las agencias supervisoras europeas y la JERS.

En segundo lugar está el análisis de toda esa información, que quiere decir extraer de ella los elementos que conforman riesgos sistémicos, identificarlos, evaluarlos, priorizarlos, para concluir en cuáles son los riesgos importantes, y sistematizar todo para las decisiones a tomar por el Consejo General. La intervención del Comité Técnico Consultivo puede ser esencial.

En tercer lugar, preparar las decisiones del Consejo General. En muchos casos éstas consistirán en propuestas de cambios normativos y regulatorios, o medidas concretas sobre riesgos sistémicos pero individualizados, lo que conlleva una perspectiva jurídica importante. Y posteriormente ocuparse de su ejecución, que dependerá de su naturaleza jurídica (“alarmas tempranas”, o “recomendaciones”) y de su contenido (establecimiento de reglas anti-cíclicas, cese o reducción de una línea de negocio, etc.). Hay por tanto un flujo hacia arriba, que termina con la adopción de decisiones por la

JERS, y luego hay un flujo hacia abajo, que es la comunicación y cumplimiento de las alertas y las recomendaciones, que tienen que ser tomadas en consideración forzosamente por sus destinatarios, –según el proyecto en curso- , aunque luego sean libres de determinar las modalidades de cumplimiento.

La adopción de los dos reglamentos sobre la Junta Europea de Riesgos Sistémicos requiere intervención del Parlamento Europeo, y probablemente ulterior negociación tripartita con el Consejo y la Comisión. El Parlamento Europeo probablemente introducirá nuevas ideas al diseño de la Comisión y acuerdos iniciales del Ecofin, por lo que la configuración final del JERS podrá todavía variar en el curso del año 2010. Al mismo tiempo, el debate sobre la JERS está vinculado al debate paralelo sobre las nuevas agencias europeas de supervisión micro-prudencial, por lo que éste puede retrasar aquél. Es deseo del Consejo Europeo que la nueva arquitectura europea de supervisión, micro- y macro-, entre en vigor en enero del 2011. Mientras tanto, el BCE y el SEBC han empezado ya a prepararse para esta nueva e importantísima, compleja y novedosa función.

- - - -