

J.C.Fernández Rozas, “El laberinto de la supervisión financiera en la Unión Europea”, *Nuevas fronteras del Derecho de la Unión Europea. Liber amicorum José Luis Iglesias Buhigues*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2012, pp. 907-937. ISBN 978-84-9004-975-4.

El laberinto de la supervisión del sistema financiero en la Unión Europea

José Carlos FERNÁNDEZ ROZAS¹

SUMARIO: I. Internacionalización de los mercados financieros. 1. Interdependencia de los circuitos financieros internacionales. 2. Situación del espacio financiero europeo. II. Manifestaciones de la gobernanza financiera internacional. 1. Regulación v. desregulación. 2. Problemas institucionales. 3. Retos de la supervisión financiera internacional. III. Sistema europeo de supervisión financiera. 1. Debates sobre el modelo adecuado. 2. Nueva arquitectura europea para la regulación y la supervisión financiera. IV. Consideraciones finales

I. INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

A. Interdependencia de los circuitos financieros internacionales

1. A lo largo de los primeros años del siglo XXI la evolución del sistema capitalista ha estado protagonizado por tres ideas fuerza: neoliberalismo, globalización y financiación. Mucho ha sido escrito sobre las dos primeras pero la crisis de 2008 ha obligado a profundizar en la tercera², en la que el G-20 se ha convertido en el foro de discusión y acción emergente. Este foro ha concentrado sus esfuerzos en dos áreas prioritarias: la coordinación de políticas macroeconómicas para salir de la crisis y la reforma de la denominada arquitectura financiera internacional, tanto por el rediseño de la regulación financiera como para la reforma de las instituciones financieras internacionales. En el momento en que se escriben estas líneas, el mundo sigue inmerso en la peor crisis económica desde la Gran Depresión y si su epicentro fue el colapso financiero de los EE UU, sus ondas expansivas han alcan-

¹ Catedrático de Derecho internacional privado, Universidad Complutense de Madrid.

² J.B. Foster, “The Financialization of Capitalism”, *Monthly Review*, vol. 58, n° 11, 2007; *id.*, “The Financialization of Capital and Crisis”, *ibid.*, vol. 59, n° 11, 2008.

zado al sistema financiero de la Unión Europea. Mientras que el Banco Central Europeo, la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional se encuentran atrapados en su propio laberinto y no logran encontrar la salida al drama griego, el tiempo pasa e inexorablemente produciendo un enorme perjuicio para los sistemas financieros de cada uno los Estados miembros. Pues si es cierto que estos últimos afrontan desafíos disímiles, el riesgo de contagio podría diluir estas diferencias y plantear amenazas comunes y muy reales para todos ellos.

2. El sistema financiero juega un importante papel en el conjunto de la economía al tener como objetivo la colocación de forma eficiente de los recursos líquidos hacia las distintas modalidades de inversión productiva. Su buen funcionamiento favorece el crecimiento económico y, a su vez, es sensible a la evolución de la economía real pues, en última instancia, se sustenta en la realidad económica. La integración financiera permite a los inversores mayores posibilidades de inversión con la consiguiente mejora de las opciones en la distribución y la diversificación del riesgo, y es, sin duda, un factor importante para la mejora de la disciplina de mercado y para la adopción de buenas prácticas reconocidas a escala internacional. Por esta razón cualquier órgano supervisor, sea banco central o agencia especializada³, aspira la existencia de un sistema financiero sólido y bien integrado, dado que ello facilita el desarrollo de la política monetaria y la compostura a las eventuales perturbaciones financieras.

Las economías estatales tienden a insertar su sistema financiero en el mercado mundial de capitales para complementar el ahorro interno con el externo y financiar las inversiones con tasas mas bajas de interés. Dicha estrategia precisa, de un lado, de unos instrumentos eficaces para que la

³ Existe un amplio debate en torno al modelo a seguir, sobre todo a partir de los modelos de supervisión seguidos en el Reino Unido o en los Países Bajos que atribuyen papeles muy distintos al banco central. En lo que sí parece existir consenso es en que los bancos centrales y los supervisores deben trabajar en estrecha vinculación, sea cual sea la estructura organizativa que se adopte. Vid., por todos, C.A.E. Goodhart, *The Organisational Structure of Banking Supervision*, FSI Occasional Papers, nº 1, noviembre, 2000, <http://www.bis.org/fsi/fsipapers01.pdf>. En este contexto, el actual modelo de supervisión español se denomina de “*twin peaks* imperfecto”: el España Banco de España es responsable de la estabilidad sistémica, supervisa las entidades de crédito y vela por la protección de sus depositantes; la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensione supervisa las compañías de seguros y las gestoras de los fondos de pensiones; por último, la Comisión Nacional del Mercado de Valores supervisa la transparencia y el cumplimiento de las normas de conducta en los mercados financieros, la solvencia de las empresas de servicios de inversión y protege a los inversores.

transferencia de recursos tenga lugar, esencialmente valores negociables y productos financieros derivados (*swaps*, opciones y futuros)⁴ y, de otro lado, el concurso de unos intermediarios financieros cuya misión consiste en la avenencia entre los poseedores de recursos y los necesitados de éstos pues, como regla general, no es factible la participación directa de los inversores en los mercados bursátiles y de derivados. Este sector ha sido uno de los más sensibles a la internacionalización y a ello han contribuido factores tales como la generalizada liberalización de los movimientos de capital, el intenso proceso de innovación financiera, con nuevos instrumentos para la traslación y cobertura del riesgo⁵, y el desarrollo de la informática y de las telecomunicaciones⁶.

La mayor interdependencia de los circuitos financieros internacionales permite a los países captar inversión extranjera directa y especulativa, definiendo las normas sobre el comercio de servicios financieros el grado de acceso al mercado y el trato nacional otorgado por los países signatarios en los sub-sectores bancarios, de valores y de seguros, ampliamente definidos. Desde el principio de su integración al sistema comercial, se ha otorgado a los servicios financieros un tratamiento diferente del de los otros servicios. La centralidad del sistema financiero para toda la economía requiere un grado de precaución en el proceso de liberalización que no es tan necesario en la liberalización de otros servicios, como turismo y transporte aéreo.

⁴ F. Sánchez Calero, "Artículo: 2. Valores negociables", *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de Valores (Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992)* (F. Sánchez Calero, dir.), Madrid, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1995, p. 25-57; J.E. Cachón Blanco, *Estudio jurídico y bursátil de los valores negociables en Bolsa*, Madrid, Actualidad Editorial, 1990; *id.*, "Análisis jurídico de los concepto de 'valor negociable' e 'instrumento financiero'", *Revista de Derecho Mercantil*, n° 221, 1996, pp. 773-832.

⁵ La gestión del riesgo ha sido un proceso implícito a toda institución financiera, sin embargo, fenómenos tales como la globalización, los productos y negocios financieros nuevos y más sofisticados, el incremento significativo en la competencia, el uso de tecnología avanzada, el auge del comercio electrónico y el aumento en el número de fusiones y adquisiciones, lo han complicado extraordinariamente dando lugar a lo que se conoce como ingeniería financiera. *Vid.* P. Santandreu i Gràcia y E. Santandreu, "Herramientas de ingeniería financiera", *Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad*, n° 74, 2006, pp. 52-65.

⁶ *Vid.* las ponencias presentadas en un coloquio que tuvo lugar en Madrid recogidas en la obra coordinada por M. Guitián y F. Varela, *Sistemas financieros ante la globalización*, Madrid, Pirámide, 2000. *Vid.*, asimismo, Ph. Arestis y S. Basu, "Financial Globalization and Regulation", *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper n° 397, 2003, <http://www.levy.org/pubs/wp397.pdf>.

B. Situación del espacio financiero europeo

3. El proceso de integración financiera se encuentra, en general, muy avanzado en la UE, aunque aún existe un importante margen de mejora con el fin de evitar crisis financieras que los obstaculicen⁷. Dicha internacionalización indudablemente ha incrementado los niveles de eficiencia de los mercados de capital, permitiendo una más adecuada asignación del ahorro y del riesgo a escala internacional; pero también ha acrecentado los riesgos derivados de los potenciales desequilibrios económicos y de los eventuales desajustes cambiarios. El espacio financiero europeo comprende el conjunto de mercados, instituciones e instrumentos financieros en los distintos países que la integran y se encuadra dentro de la globalización de los mercados financieros. De ahí que el pretendido mercado único europeo se vea diluido en los mercados financieros mundiales y que las adquisiciones de bancos y empresas por operadores europeos se produzcan por igual dentro y fuera de la UE.

En el pasado, los sistemas financieros de los países de la zona del euro se organizaban con una perspectiva exclusivamente nacional, en torno a su propia moneda, mas en la actualidad, tras la creación del mercado único y la introducción del euro, el sistema financiero europeo se muestra cada vez más interrelacionado y la importancia de las fronteras nacionales es cada vez menor. La Unión Económica y Monetaria fue, sin duda, el reto más importante del proceso de integración financiera europea. De hecho, la sustitución de las monedas nacionales por el euro entrañó la culminación del proyecto de creación del mercado único de servicios financieros⁸. Hay que tener en cuenta que la UEM condujo a los sistemas financieros de los países miembros a desempeñar sus funciones en un nuevo entorno caracterizado por un crecimiento económico más estable que presagiaba para las entidades financieras el aumento de su volumen de negocio, un menor nivel de riesgo de crédito y un mayor volumen de actividad exterior. Paralelamente la instauración del euro implicó, *prima facie*, el refuerzo de una gama más amplia de productos seguros y competitivos para los operadores de los servicios financieros y la apertura e internacionalización de los mercados de valores a otros intermediarios de la UE. Debe insistirse en que el buen funcionamiento del sistema financiero, mercados de capitales e intermediarios, es fundamental para el crecimiento económico. Esta realidad era particularmente relevante para las industrias dinámicas de alto contenido tecno-

⁷ Resulta ilustrativo el detallado informe publicado por el Banco Central Europeo, *Financial Integration in Europa*, marzo, 2007, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200703en.pdf>.

⁸ Vid. con carácter general, M^a.A. Calvo Hornero, *La Unión Europea. Mecanismos financieros y moneda única*, Madrid, Pirámide, 2000.

lógico, capital riesgo y para pequeñas empresas. La consolidación del mercado único de valores⁹ y el proyecto de moneda única contribuyó sin duda a reforzar la competitividad y la eficiencia de los mercados monetarios y de capitales europeos. Un mercado integrado tiende a favorecer la competencia y proporciona beneficios a los consumidores en forma de precios más bajos y una mejor oferta de productos. Ahora bien, cuando la confianza en los mercados financieros se resiente, los sentimientos nacionalistas afloran en forma de reacciones proteccionistas. Mientras no existan problemas el sistema descrito funciona, pero la crisis de 2008 ha puesto de relieve que la eurozona necesita una mejor coordinación económica para que la UE ayude a los que sufran choques económicos importantes.

4. La experiencia europea muestra cómo el desarrollo de la integración financiera depende, en gran parte, de la armonización regulatoria en este sector. Esta armonización ha de contemplarse como un proceso gradual y no como un paso único¹⁰. Desde este punto de vista, un proceso de armonización impulsado desde las instituciones puede considerarse una vía adecuada, aunque no exclusiva, para progresar en el programa de reformas pues las disparidades de los precios de los servicios financieros en Europa son todavía muy importantes. Esto es evidente si se comparan, por ejemplo, los tipos hipotecarios, tarjetas de crédito, el coste del mantenimiento de cuentas o su remuneración en distintos países europeos.

La integración financiera de la UE siguió un enfoque gradualista que fue implementado a través de un proceso legislativo coordinado entre los Estados miembros. La intención fue crear un marco legal permisivo de una mayor integración de los mercados financieros sin renunciar a los intereses individuales de política pública en términos de estabilidad del mercado y protección al consumidor. Si bien se han conseguido logros importantes quedan cuestiones sin resolver en este peculiar proceso de integración, concretamente la elaboración de instrumentos financieros más eficaces, el avance en la interconexión de los mercados bursátiles, la reducción del intervencionismo de los Estados miembros y una mayor coordinación entre supervisores.

5. Un mercado integrado favorece, en efecto, la competencia y proporciona beneficios a los consumidores en forma de precios más bajos y una mejor oferta

⁹ A. Hernández García, “El Mercado Único de Valores: especial referencia a la Directiva sobre Servicios de Inversión y a la Directiva sobre Adecuación de Capital: Algunas implicaciones para España”, *Noticias de la Unión Europea*, nº 117, 1994, pp. 61–86; M. Ambrosio Albalá, “Hacia un único mercado de valores en la Unión Europea”, *Revista de fomento social*, nº 217, 2000, pp. 47–66.

¹⁰ J.C. Fernández Rozas, “El sistema bancario español ante el Mercado Único”, *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. I, Madrid, La Ley, 1994, pp. 745-770.

de productos. Un resultado importante del proceso de Unión Económica y Monetaria ha sido la aceleración del proceso de integración de los mercados financieros europeos. La consolidación del mercado único de valores¹¹ y el proyecto de moneda única ha contribuido a que los mercados monetarios y de capitales europeos sean eficientes y competitivos. Sin una moneda única, es obvio que algunos Estados miembros, señaladamente los de más reducido tamaño, habrían experimentado efectos adversos más pronunciados de lo que ha sido realmente tras la crisis económica de 2008. Cuando la confianza en los mercados financieros se resiente, los sentimientos nacionalistas afloran en forma de reacciones proteccionistas.

La estructura financiera de la UE comprende el conjunto de mercados, instituciones e instrumentos financieros en los países miembros con un objetivo tendente a la integración del sector bajo el axioma de que la integración y la ampliación de los mercados financieros contribuyen al crecimiento económico, por eliminar dificultades y barreras al intercambio, permitir una asignación más eficiente del capital entre las oportunidades de inversión y crear más opciones para la distribución y la diversificación del riesgo¹². Cabe insistir en que el reto más importante del proceso de integración financiera europea ha sido la sustitución de las monedas nacionales por el euro, fundamental para la instauración de un mercado único de servicios financieros. Esta realidad ha sido particularmente relevante en industrias dinámicas de alto contenido tecnológico, capital riesgo y para las pequeñas empresas.

II. MANIFESTACIONES DE LA GOBERNANZA FINANCIERA INTERNACIONAL

A. Regulación v. desregulación

6. Durante el periodo intervencionista del Estado, el sector financiero se caracterizaba por su alto grado de regulación cuya finalidad era la búsqueda del buen funcionamiento del sistema y la limitación de crisis bancarias que, en términos generales, estaban localizadas, controladas por el Estado en lo concerniente al riesgo y por los bancos respecto al crédito individual por medio de la vigilancia de los prestatarios. Una de las principales características de la regulación sobre el capital bancario tiene sus antecedentes en la *Federal Reserve Act* de 1913 que ya imponía requisitos mínimos de capital para ser miembro de la Reserva Federal; mas la crisis bancaria en EE UU en 1929 puso de relieve la nece-

¹¹ A. Hernández García, "El Mercado Único de Valores: especial referencia a la Directiva sobre Servicios de Inversión y a la Directiva sobre Adecuación de Capital: Algunas implicaciones para España", *Noticias de la Unión Europea*, nº 117, 1994, pp. 61–86.

¹² J. Tobin, "On the Efficiency of the Financial System", *Lloyd's Bank Review*, nº 153, 1984, 14–15.

sidad de que las entidades de crédito contasen con un respaldo financiero para soportar pérdidas inesperadas. La existencia de fondos públicos de garantía de depósitos y la disciplina del mercado se limitaban a que los bancos mantuviesen niveles de capital adecuados al tiempo que los depositarios e inversores vigilaban las actividades de los bancos para impedir éstos asumieran demasiado riesgo: de ahí que tuviesen unos niveles de capital muy superiores a los actuales.

Desde la mitad de los años setenta del pasado siglo, la desregulación de los mercados financieros, con la consiguiente carencia de controles y normas, la creación de nuevos instrumentos y los cambios tecnológicos contribuyeron a la consolidación de un sistema financiero internacional altamente integrado que tuvo la virtud de vincular de manera más estrecha a las economías nacionales y de incrementar el capital disponible para los países en desarrollo. Se produjo entonces un proceso de liberalización y de desregulación que trajo consigo el sucesivo desmantelamiento de las normativas y de los controles de la actividad financiera que fueron desplazados por un mercado que ofrecía mayor margen para la cobertura y la administración de los riesgos financieros en las transacciones transfronterizas. Al sistema de regulación gubernamental, centrado preferentemente en el control de los movimientos de capitales, sobrevino un sistema promovido por los mercados, que liberó los flujos internacionales de capital y que permitió que las autoridades relajases sus criterios y supervisión, permitiendo que los bancos adquirieran productos financieros de alto riesgo sin que sus balances los mostraran. Precisamente uno de los postulados tradicionales del “Consenso de Washington” sostiene que las finanzas no sólo deben desregularse sino que deben de estimularse exonerando de impuestos a las ganancias obtenidas y rebajando las tasas de intereses. A partir de aquí se han producido divergencias notables entre las posiciones de países como el Reino Unido que defiende y protege hasta el paroxismo a sus supervisores nacionales frente a otros países que reclaman un marco único de supervisión, una reglamentación global detallada y un control social eficaz para garantizar la confianza del público en los mecanismos de asignación del ahorro a la inversión.

7. No obstante, las crisis mexicana (1994–95) y la asiática (1997–98) mostraron que sin coordinación macroeconómica, sin una ordenación contable de mercados de solvencia y sin una supervisión y una regulación global, los incentivos podían ser perversos en algunos casos al desarrollar productos financieros de creciente complejidad que introducían una fuerte opacidad en el mercado¹³.

¹³ Vid. los rasgos generales de estas crisis en J.C. Fernández Rozas, *Sistema del comercio internacional*, Madrid, Civitas, 2001, n^{os} 26 a 29 y su incidencia en los mercados financieros en M. Varela Parache, “La crisis y el sistema financiero internacional”, *Revista de Economía Mundial*, 1999, 1, pp. 159–178.

El resultado inmediato fue la necesidad de fortalecer, modificar o reconstruir el sistema a través de la creación de una “nueva arquitectura financiera internacional” (NAFI), concebida como la estructura de procedimientos y normas financieros que definen el alcance y las operaciones de los mercados financieros internacionales¹⁴. Esta iniciativa, que es la clave para recuperar la confianza de los mercados y evitar incurrir en los mismos errores del pasado escapando en todo caso a la sobre-regulación y a las intervenciones perjudiciales, precisa un marco institucional sólido en el que el sector privado supere los modelos de negocios fallidos del pasado, y en el que el sector público mejore su capacidad de supervisar y regular un mercado global como el financiero.

B. Problemas institucionales

8. En realidad, la gran variedad de asuntos a cubrir en este segmento y sus diversas ramificaciones han configurando en los últimos años un entramado de instituciones, internas e internacionales, acuerdos o foros de negociación, públicos o privados que, con mayor o menor grado de obligatoriedad, afectan a casi todos los campos de la actividad financiera¹⁵. Un entramado que exige como garantía de la estabilidad económica una cierta regulación de las entidades que operan en el sector que comprenda, entre otras cosas, la autorización para operar (control del acceso), la supervisión de su funcionamiento (control del ejercicio) y las sanciones por incumplimiento de las reglas¹⁶.

La consolidación de las instituciones internacionales como centros de decisión y de autoridad política en el orden financiero aún está lejana y su papel en la toma de decisiones y en la mediación de intereses en la economía mundial es aún limitado. Por lo menos hasta la crisis de 2008 el clima no era propicio para una cesión de soberanía a organismos de carácter supranacional lo que ha dado lugar al protagonismo de la cooperación intergubernamental y la acción de otros agentes de carácter privado. Tampoco era propicio hacia una visión compartida conducente a la creación de una estructura institucional más eficaz. Puede que las finanzas hoy estén globalizadas, pero la política sigue siendo local. Las regula-

¹⁴ P.B. Kenen, *The International Financial Architecture: What's New? What's Missing?*, Institute for International Economics, Washington, 2001; J. Eatwell, *The New International Financial Architecture: Promise or Threat*, Cambridge Endowment for Research in Finance, Cambridge, 2002.

¹⁵ A. Sanz Serrano, “¿Quién regula el sistema financiero internacional? Foros y normas”, *Información Comercial Española*, nº 801, 2002, pp. 145–164; F. Zunzunegui, “La regulación jurídica internacional del mercado financiero”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, mayo 2008, working paper 1/2008, 14 pp.

¹⁶ Vid. el régimen regulador anterior a la crisis en H.S. Scott, “An Overview of International Finance: Law and Regulation”, *Research Handbook of International Economic Law* (A.T. Guzman y A.O. Sykes, eds.), Edward Elgar Publ., 2007, pp. 361–417.

ciones financieras no son consecuencia de un ejercicio tecnocrático, sino, sobre todo, el resultado de un proceso político. Y como esos resultados varían de un país a otro, y de un continente a otro, es inevitable que el nuevo sistema regulador mundial esté abarrotado de incoherencias, contradicciones y lagunas.

9. Por lo pronto, se carece de una autoridad financiera mundial de carácter internacional que posea el necesario grado de independencia respecto de los Estados con competencias generales para regular la actividad financiera internacional que desempeñan fundamentalmente los bancos y otras entidades de crédito, entidades de seguros, fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva y empresas de servicios de inversión. En la elaboración y unificación de este sector han participado y participan numerosas entidades de la más variada naturaleza: organizaciones gubernamentales y no gubernamentales tanto de carácter universal como de carácter regional. Estas entidades en un primer momento proyectan o elaboran normas y más tarde crean todo un sistema de difusión y seguimiento de las mismas con el objetivo de facilitar el acceso de los operadores a la información que sobre la doctrina y jurisprudencia creada en torno a ese nuevo cuerpo normativo existe en diversos países. Sin embargo, su importancia varía sustancialmente en orden a los objetivos descritos. Unas se dedican a formular textos normativos de mayor o menor alcance y otras son meras coadyuvantes en la regulación de este sector. Una clasificación de todas las entidades resulta de extraordinaria complejidad tanto por su procedencia, como por su dedicación a la materia, como por los resultados obtenidos. Sin entrar en estériles ejercicios cartesianos parece oportuno excluir la producción normativa que tiene como referente las operaciones financieras de carácter privado y que forma parte del Derecho de los negocios internacionales y en la que entidades como la Uncitral, el Unidroit, la Conferencia de La Haya de DIPr o la Cámara de Comercio Internacional juegan un papel protagonista¹⁷.

Se carece, asimismo, de una regulación global y de mecanismos eficaces de supervisión financiera tanto sobre aspectos claves en las políticas internas de los Estados como de las entidades de crédito con relevancia transnacional. Baste observar los controles que ejercen las organizaciones económicas internacionales sobre sus Estados miembros, unos controles que suelen ejercerse, más que *de iure*, de una manera pragmática (FMI). En los últimos años, las instituciones financieras internacionales han venido formando diferentes comités y foros de discusión donde participan funcionarios gubernamentales, especialistas y empresarios del sector. Los informes han sido abundantes, diversos y con muchas pro-

¹⁷ Vid. con carácter general, mis consideraciones en *Ius mercatorum, Autorregulación y unificación del Derecho de los negocios transnacionales*, Consejo Superior del Notariado, Madrid, 2003.

puestas y los resultados nada eximios. El actual proceso de internacionalización de signo marcadamente liberal ha traído consigo la existencia de un mercado financiero territorialmente abierto que carece de una reglamentación adecuada al mismo.

10. La labor de las entidades de control y de supervisión del acceso y del ejercicio de las entidades que operan en sus respectivos mercados y que realizan, no sin limitaciones esta función¹⁸, se conoce como “gobernanza financiera”. A diferencia de lo que ocurre con las regulaciones nacionales, la regulación financiera internacional exige una cesión de soberanía no siempre fácil de aceptar por los Estados. Ello explica que estemos ante un sector caracterizado por un *soft law* que emana preferentemente de grupos de trabajo de carácter muy técnico¹⁹, donde están representados los principales países desarrollados y con poco nivel de autonomía respecto de las autoridades nacionales²⁰. Las normas resultantes, en lo concerniente a la supresión de las medidas de control de cambios o a la convertibilidad de las monedas, son adoptadas por los Estados con el apoyo sustancial del FMI lo que ha facilitado la autonomía de los mercados financieros y la constitución de un verdadero espacio financiero internacional. Y esto ha sido posible porque estos mercados responden a una tendencia de los Estados de que no exista una reglamentación rígida. Por último, debe reflexionarse sobre el ámbito y el alcance de la regulación y de la supervisión en este sector, pues sus limitaciones dan lugar a la existencia de un sistema financiero en la sombra, no sometido a regulación prudencial, que es uno de los factores de agravamiento de la crisis cuando ésta se produce.

La crisis de 2008 que afectó, en mayor o menor medida, a la estabilidad financiera de todos los países, fulminó un postulado vinculado con los fundamentalistas del mercado, la ideología de los mercados libres y la liberalización financiera²¹, poniendo en primer plano de actualidad la necesidad de una regulación financiera eficiente que actúe dentro de determinados parámetros de seguridad sistémica, y con una supervisión efectiva²². Una tendencia que re-

¹⁸ Resulta de referencia obligada en libro de G.A. Walker, *International Banking Regulation. Law, Policy and Practice*, Londres, Kluwer Law International, 2001

¹⁹ K. Alexander, “The Need for Efficient International Financial Regulation and the Role of a Global Supervisor”, *Journal of Money Laundering Control*, vol. 5, n° 1, 2001, pp. 52–65.

²⁰ M. Giovanoli, “A New Architecture for the Global Financial Market: Legal Aspects of International Financial Standard Setting”, *International Monetary Law: Issues for the New Millennium* (M. Giovanoli, ed.), Oxford, Oxford University Press, 2000, pp. 3–59.

²¹ Así se expresó el Premio Nobel de economía (2001) J.E. Stiglitz, “The Fruit of Hypocrisy”, *The Guardian*, 16 de septiembre de 2008. Vid. de este autor, *Globalization and its Discontents*, Norton, Nueva York, 2002.

²² La intervención del presidente Sarkozy ante el Foro de Davos el 27 de enero de 2010, de que “seguiremos haciendo correr riesgos insostenibles a la economía y animando a la especula-

clama sistemas regulatorios que permitan prevenir los excesivos riesgos asumidos como práctica habitual por las instituciones financieras en los años recientes y una coordinación reguladora entre países desarrollados y en desarrollo; dicha tendencia pretende soluciones globales a partir del diálogo entre bancos centrales, supervisores y reguladores.

Si se quiere evitar que los sistemas financieros estatales corran el riesgo de ser contaminados por el inestable mercado mundial de capitales como producto de la flexibilidad de las tasas de interés y por el exceso de dinero que circula a escala mundial debería contarse con una entidad financiera internacional de supervisión. Es obvio que esta función correspondería *prima facie* al FMI, pero su sucesiva pérdida de prestigio descarta que pueda ser el instrumento adecuado y a ello hay que añadir la diversidad de sistemas en presencia y las dificultades de armonización²³. Por esta razón, las principales economías del mundo se han visto obligadas a revisar las bondades de crear una estructura financiera estable a través de la cual se determinen los tipos de cambio para adaptarse a las necesidades del comercio internacional y se realicen los ajustes de acuerdo a las balanzas de pagos. Una estructura capaz de estabilizar las tasas de interés de las economías insertas en el esquema de integración, esto es, la revisión y corrección del modelo de Bretton Woods, así como eliminar el exceso de liquidez monetaria mundial pues es obvio que el FMI carece de instrumentos eficaces para conseguir un cierto grado de protección ante los riesgos sistémicos y que tal carencia es una de las claves de su eventual reforma²⁴.

C. Retos de la supervisión financiera internacional

11. Las dos últimas décadas han presenciado la eliminación de los obstáculos al libre movimiento de capitales, el culto desmedido a la desregulación y a los principios de mercado, y las innovaciones tecnológicas de las comunicaciones. Asimismo, el proceso de globalización financiera, con la consiguiente la internacionalización de los mercados y la desaparición de las fronteras entre los sectores tradicionales –banca, seguros y valores–, ha generado mecanismos financieros cada vez más sofisticados que requieren la respuesta adecuada de instituciones globales. Semejantes fenómenos ha traído consigo cambios im-

ción y sacrificando el largo plazo si no cambiamos la regulación bancaria, las reglas de prudencia, las reglas contables”, no es más que un síntoma de esta tendencia rupturista.

²³ F. Steinberg, “Legitimidad y representatividad del fondo monetario internacional”, *La reforma de la arquitectura financiera internacional* (J.A. Alonso y otros, coords.), Empresa Global, S.L., Madrid, 2009, pp. 53–68.

²⁴ Sumamente ilustrativo al respecto es el folleto de E.M. Truman, *A Strategy for IMF Reform*, International Monetary Fund, Policy Analyses in International Economics, nº 77, Washington, 2006.

portantes tanto en la orientación de la supervisión financiera como en el diseño institucional de la misma a partir de la fusión progresiva de los sistemas financieros nacionales en un sistema global emergente que den un nuevo sentido a las finanzas²⁵. Ello debe conducir a la instauración de unos mecanismos de valoración de riesgos que permitan la detección anticipada de desviaciones o de errores y permitan la adopción de medidas correctoras menos expeditivas y más oportunas.

La noción jurídica de supervisión, en el sector que estamos examinando, comprende el ejercicio o función de verificación del cumplimiento de las normativas y regulaciones aplicables a las entidades financieras, con el objeto de obtener y fomentar la existencia de mercados estables y seguros. De conformidad con el primero de los “Principios básicos para una supervisión bancaria efectiva” (1997)

“1. Un sistema efectivo de supervisión bancaria tendrá claras responsabilidades y objetivos para cada una de las agencias involucradas en la supervisión de organizaciones bancarias. Cada una de estas agencias debe poseer independencia operacional y recursos adecuados. Un esquema legal adecuado para la supervisión bancaria es también necesario, incluyendo provisiones relacionadas con la autorización de organizaciones bancarias y su continua supervisión; poderes para asegurar el cumplimiento de las leyes así como aspectos de seguridad y solidez; y protección legal para los supervisores. Deben existir arreglos para el intercambio de información entre supervisores y proteger la confidencialidad de tales informaciones”.

Consiguientemente, el ejercicio del poder de supervisión requiere el concurso de órganos administrativos especializados que la ejecuten y, por tanto, conlleva la producción de actuaciones administrativas sujetas a las reglas de dicha rama del Derecho. La noción de supervisión acostumbra a estar formulada en términos positivos como función que comprende las potestades de inspección, vigilancia, prevención y corrección que el Derecho concede a determinado organismo. Incluye el control de las entidades, la fijación de normas y estándares, la emisión o preparación de regulaciones, remoción de directores y de auditores, la retirada de las licencias, la suspensión de operaciones o la imposición de sanciones. La supervisión existe porque hay regulación, y uno de los objetivos de esta última es

²⁵ Durante los años noventa la ausencia de una respuesta eficaz a la globalización financiera trajo consigo, una creciente inestabilidad económica y monetaria a escala mundial, así como crisis financieras recurrentes, en particular en los países emergentes. *Vid.* P. Bustelo, “La construcción de una nueva arquitectura financiera internacional: progresos y propuestas”, *Boletín Económico de Información Comercial Española*, nº 2.642, 2000, pp. 25–33. Sobre el proceso posterior *vid.* del mismo autor “La nueva arquitectura financiera internacional”, *Cuadernos de la Escuela Diplomática*, nº 26, 2005, pp. 153–181.

preservar la estabilidad del sistema financiero garantizando el adecuado funcionamiento de los pagos y el funcionamiento eficiente de los mercados²⁶.

12. Aunque la terminología ha evolucionado, la función de supervisión se incluye dentro de las formas de intervención administrativa sobre un sector económico distinguiéndose entre las diferentes potestades y técnicas utilizadas²⁷, esencialmente las potestades de regulación (potestad reglamentaria)²⁸, de inspección (dirigida a la comprobación del presupuesto de hecho de una norma)²⁹, vigilancia/sanción (establecimiento de las consecuencias de un previo incumplimiento), y una potestad directiva, de corrección que, junto con la finalidad específica, sería lo verdaderamente peculiar y propio de la función de supervisión como conjunto de potestades ordenadas a una finalidad.

El buen funcionamiento de los intermediarios financieros es un factor esencial para la estabilidad del sistema económico en su conjunto y el desarrollo de la economía real. Ello justifica la intensa intervención de los poderes públicos sobre dichas entidades, que va acompañada del otorgamiento a las Administraciones públicas de las correspondientes potestades de supervisión sobre su actividad³⁰. La interrelación entre los intermediarios financieros, que, en muchas ocasiones, forman grupos empresariales (“conglomerados financieros”) cuyas actividades cubren a la vez los servicios ofrecidos por los bancos, las compañías de seguros y las sociedades de inversión, han puesto de manifiesto, tanto para el Derecho de la Unión Europea como para el español³¹, no sólo la necesi-

²⁶ G. Gil y J. Segura, “La supervisión financiera: situación actual y temas para el debate”, *Estabilidad Financiera* (Banco de España), nº 12, 2007, pp. 10–40 ss, esp. p. 11

²⁷ Vid. el Capítulo 8, “Modalidades de actuación administrativa en la vida económica” de G. Ariño Ortiz, *Principios de Derecho público económico. Modelo de Estado, gestión pública, regulación económica*, 3ª ed., Granada, Comares, 2004; M. Bacigalupo Saggese, “Las potestades administrativas”, *Lecciones y materiales para el estudio del Derecho administrativo* (T. Cano Campos, coord.), t. I, vol III, Madrid, Iustel, 2009, pp. 13-41.

²⁸ Vid. J. Tornos Mas, “La actividad de regulación”, *El Derecho administrativo en el umbral del siglo XXI: homenaje al profesor Dr. D. Ramón Martín Mateo*, Valencia, Tirant lo Blach, 2000, pp. 1329–1364.

²⁹ Vid. J. Bermejo Vera, “La Administración inspectora”, *Revista de la Administración Pública*, nº 147, 1998, pp. 39–58; S. Fernández Ramos, *La actividad administrativa de inspección: el régimen jurídico general de la función inspectora*, Granada, Comares, 2002; M. Rebollo Puig, “La actividad de inspección”, *Lecciones y materiales para el estudio del Derecho administrativo, loc. cit.*, t. III, vol II, pp. 67 ss.

³⁰ Vid., con carácter general, M. Franch i Sagner, *Intervención administrativa sobre bancos y cajas de ahorros*, Madrid, Civitas, 1992.

³¹ Vid. J.A. Parejo y E.E. Alcalde, “La política de reforma del sistema financiero español ante su integración en la Unión Económica y Monetaria Europea”, *Fundamentos y papel actual de la política económica* (A. Fernández Díaz, dir.), Madrid, Piramide, pp. 456–459.

dad de esa armonización y coordinación de las actividades de supervisión en cada uno de esos sectores; sino también la de establecer unos requisitos adicionales a los fijados individualmente en cada sector financiero específico tanto de solvencia como de la gestión de riesgos.

En la evolución de la integración financiera resulta prioritario determinar si existen formas de intervención del gobierno que mejoren el funcionamiento de los mercados e incidan positivamente en el desempeño de la economía. La naturaleza internacional de los mercados financieros comporta una supervisión doble, local y global, a través de regulaciones transparentes, para evitar el desvío de operaciones hacia marcos menos regulados y con menores controles.

13. Semejante naturaleza internacional de los mercados financieros exige una supervisión doble, estatal y global, a través de regulaciones transparentes, para evitar el desvío de operaciones hacia marcos menos regulados y con menores controles. La gestión del riesgo ha sido un proceso implícito a toda institución financiera que ha obligado a la industria financiera a operar bajo estándares que exigen mayor transparencia, solidez y uniformidad en el desarrollo de sus procesos, convirtiendo en este nuevo ambiente a la gestión del riesgo operacional en un factor predominante para lograr la diferenciación competitiva. Bien entendido que la supervisión financiera no es patrimonio exclusivo de la autoridad pública, pues antes debe superar dos escalones previos: el de los intermediarios financieros, y el de los supervisores externos, tanto auditores como agencias de calificación, que cuentan, respectivamente, con el correspondiente grado de responsabilidad. Dadas las diferencias existentes entre distintas tradiciones jurídicas y las diversas estructuras financieras, la supervisión de los sistemas nacionales de regulación del sector financiero e, incluso, la formulación de “estándares mínimos” en esta área, se lleva a cabo esencialmente a través de la autorregulación del sector mediante un peculiar proceso de normación.

La adopción de estándares permite llevar los sistemas regulatorios de un país al máximo nivel de eficiencia en una doble dirección. De un lado, en la medida en que un país cumplía los estándares internacionales logrará disminuir la inestabilidad financiera; de otro lado, los países que se acomoden a ellos contarán con un mejor acceso al mercado de capitales y a la cooperación internacional, puesto que proporcionan una medida uniforme con la cual calificar el desempeño de un país en particular. Dicha autorregulación, que ha conseguido ciertas dosis de seguridad y de eficacia y ha sido un instrumento esencial para agilizar las transacciones internacionales, se completa a escala regional con la actuación de instituciones especializadas, señaladamente en el caso de la UE.

14. En la incubación de la crisis de 2008 la posibilidad de transferir los ries-

gos limitó los incentivos para realizar un adecuado análisis en la concesión de los créditos a lo que hay que añadir que muchos ejecutivos recibieron cuantiosos bonos ante lo que parecía ser una actividad financiera extraordinaria³²; no deja de ser significativo que una de las manifestaciones más sobresalientes de la crisis se asocie a las retribuciones percibidas por los administradores que no solo alentaron la asunción de nuevos riesgos sino que condicionaron los fallos en la organización y funcionamiento de la gestión y control interno de riesgo de las instituciones evaluadas. La crisis económica ha destapado la debilidad de un sistema financiero que ha necesitado de la intervención de los Estados y de la propia UE para no derrumbarse, con miles de millones de euros que han salido del bolsillo de los contribuyentes. Muchos foros, incluido el G-20 en septiembre de 2010, exigieron que el sector financiero pagase por crear fondos de estabilización y recompensase por el daño que ha causado a la economía real³³.

Por esta razón el Parlamento Europeo pidió a la Comisión que analizase el posible impacto de una medida de este tipo en el entendimiento de que podría contribuir a la estabilidad de los mercados y que estudie la posibilidad de introducir un impuesto que grave las transacciones financieras considerando que un impuesto que gravara las transacciones financieras podría contribuir a ello, y que además contribuiría a estabilizar los mercados. La resolución aprobada de 10 de marzo de 2010 por amplia mayoría en la Eurocámara pidió además a la Comisión que estudiase cómo afectaría a la industria financiera europea introducir esta tasa en solitario, sin el apoyo de otras economías extranjeras³⁴.

³² P. Krugman, "Another Temporary Fix", *The New York Times*, 28 de julio de 2008.

³³ Recuérdese que el art. 122, ap.2 TFUE prevé la posibilidad de conceder una ayuda financiera de la Unión a un Estado miembro que esté en dificultades o en serio riesgo de dificultades graves, ocasionadas por acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiese controlar. Ello justificó el Reglamento (UE) n° 407/2010 del Consejo, de 11 de mayo de 2010 por el que se establecen las condiciones y procedimientos en las que podrá concederse una ayuda financiera de la Unión a un Estado miembro que se encuentre afectado, o gravemente amenazado, por una severa perturbación económica o financiera ocasionada por acontecimientos excepcionales que no puede controlar, teniendo en cuenta la posible aplicación del mecanismo existente para la concesión de ayuda financiera a medio plazo a las balanzas de pagos de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro establecido por el Reglamento (CE) n° 332/2002. Dadas sus particulares consecuencias financieras, las decisiones de conceder ayuda financiera de la Unión en virtud del referido Reglamento requieren el ejercicio de competencias de ejecución que deben conferirse al Consejo. Dicha ayuda revestirá la forma de un préstamo o de una línea de crédito concedida al Estado miembro de que se trate. El Reglamento fijó un importe total de hasta 500.000 millones de euros. *Vid.* Decisión del BCE, de 14 de octubre de 2010, relativa a la gestión de las operaciones de empréstito y préstamo concluidas por la Unión con arreglo al mecanismo europeo de estabilización financiera (BCE/2010/17) DO L 275 de 20.10.2010.

³⁴ <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2010-0056&language=ES>.

15. Un sector financiero estable constituye un presupuesto fundamental para lograr un crecimiento económico sostenible por eso las autoridades reguladoras y supervisoras deben siempre prestar atención a la forma en que surgen y se expanden los desequilibrios en las operaciones financieras inhibiéndolos antes de que provoquen un verdadero daño al resto de la economía. Las crisis financieras suelen obedecer, en efecto, a una supervisión inadecuada o con escasos incentivos a una inapropiada revelación de información; a prácticas bancarias de alto riesgo, señaladamente ratios de capital por debajo de los exigidos y una deficiente disciplina de mercado³⁵.

Entre otros aspectos, la supervisión financiera se enfrenta con grandes instituciones internacionalmente activas y altamente diversificadas, que operan en varios países y que llevan a cabo transacciones interrelacionadas utilizando el capital y recursos financieros de múltiples componentes corporativos. La existencia de conglomerados financieros, es decir de complejas empresas financieras transnacionales que operan en varios subsectores del mercado, unida a la creciente desaparición de las barreras que separan el ejercicio de las distintas actividades financieras, refuerza la necesidad de coordinar la actuación de los organismos de supervisión de carácter sectorial. Una de las tareas más complejas es el control de los grandes conglomerados financieros internacionales cuyo riesgo se multiplica en razón de la diversidad de productos que ofrecen y en la contradicción de intereses inherentes a cada uno de ellos cuando se someten a una supervisión única. La crisis de 2008 puso de relieve que los conglomerados financieros transfronterizos eran demasiado grandes para ejercer un control efectivo sobre ellos y para poder ser salvados. No en vano, la ausencia de coordinación entre entidades estatales de supervisión dejó muchos puntos muertos.

La supervisión financiera debe dar respuesta también a la aparición de nuevos productos financieros de extraordinaria complejidad que movilizan grandes cantidades de dinero abarcando su actuación todas las actividades de banca, seguro y valores. Bien es verdad que en su mayor parte no son ilegales y, en todo caso, no todos son tóxicos o fraudulentos; también lo es que muchos reparten los riesgos, bajan los costes y abren oportunidades para los consumidores en todas partes, pero la imaginación de los intermediarios financieros ha engendrado instrumentos cuyo contenido resulta igualmente enigmático para sus propios creadores (“productos financieros incomprensibles”). Dichos productos se caracterizaron porque innovaron los mercados al diversificar y transferir el riesgo, reducir los costos y, por supuesto, porque trajeron nuevas formas de ganar dinero a los inversionistas a nivel

³⁵ D.T. Llewellyn, “An Analysis of the Causes of Recent Banking Crises”, *The European Journal of Finance*, vol. 8, nº 2, 2002, pp. 152–175.

mundial, generando la posibilidad de especular con ellos. Fue la propia desregulación y las nuevas tecnologías las que permitieron su aparición y que quedaran sin control de las leyes, que no contemplaron su alcance, límite de emisión, maduración ni la forma en que los bancos podían contabilizarlos en sus activos. En la crisis de 2008 las fronteras no sirvieron para controlar este tipo de productos financieros que se introdujeron, dándose por buenos, en los mercados de muchos países. Otra consecuencia de la crisis de 2008 fue que los supervisores norteamericanos, al contrario de lo que sucedió en España con la actuación de la CNMV, no dieron la respuesta adecuada a la existencia y proliferación de estos productos.

III. SISTEMA EUROPEO DE SUPERVISIÓN FINANCIERA

1. Antecedentes

16. El sistema financiero europeo vivió un intenso proceso de transformación, acelerado por la introducción del euro y el levantamiento de obstáculos a la integración financiera que ha supuesto la aplicación del Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), continuado con Libro Blanco de la Comisión de 1 de diciembre de 2005 sobre la política de los servicios financieros 2005-2010, de diciembre de 2005, en que se fijó la agenda de medidas encaminadas a mejorar la supervisión financiera europea³⁶ sobre la base de la consolidación de los progresos realizados, la finalización de las acciones en curso, el refuerzo de la cooperación y la convergencia en materia de control y la eliminación de los últimos obstáculos a la integración. La Comisión consideraba, asimismo que debía reforzarse la dimensión exterior intensificando el diálogo entre los mercados financieros de la UE y Estados Unidos, ampliando la cooperación a otros países, como Japón, China, Rusia y la India y reforzando su presencia en los organismos internacionales manteniendo una posición unánime en determinadas cuestiones como el blanqueo de capitales, la financiación del terrorismo y el fraude fiscal. En los foros internacionales.

No era fácil una respuesta satisfactoria por la existencia medio centenar de autoridades supervisoras financieras que presentaban una amplia variedad de modelos organizativos y suscitaban serias dudas acerca de la capacidad de un sistema europeo de supervisión de carácter descentralizado para hacer frente a hipotéticas situaciones de inestabilidad financiera, garantizar el funcionamiento eficiente de los mercados, proteger adecuadamente a los

³⁶ COM(2005) 629 final.

consumidores e inversores y beneficiar a las instituciones financieras que ejercen su actividad en varios Estados miembros deberían de una mayor uniformidad de las prácticas de supervisión. La tarea fue abordada por el Consejo Económico y Financiero alcanzó un importantes resultados a partir de la puesta en práctica de una serie de dictámenes³⁷. Resulta un lugar común referirse, a propósito de la crisis financiera de 2008, a la debilidad de la coordinación y de la supervisión internacional. Pero se olvida muchas veces que en la UE existían mecanismos consolidados en estos menesteres de gran sofisticación que también fallaron, aunque la situación haya experimentando un cambio sustancial y no esté exenta de críticas.

17. El debate sobre el modelo adecuado de supervisión en la UE ya había comenzado a estudiarse durante el año 2000 en el *Report on Financial Stability*, que defendía la necesidad de una mayor cooperación entre supervisores y de que las líneas fundamentales de la regulación financiera y de las prácticas supervisoras iniciaran un proceso de convergencia. Dichos extremos fueron precisados en el denominado “informe Lamfalussy”, inicialmente pensado para los mercados de valores, pero ampliado con posterioridad a las áreas de banca y seguros y constituyen el núcleo del sistema actual de supervisión en la UE. Se estableció así un mecanismo de supervisión, con responsabilidades nacionales descentralizadas y medio centenar de autoridades supervisoras donde la coordinación entre supervisores nacionales era voluntaria, a través de tres comités sectoriales (CEBS para banca³⁸, CEIOPS para seguros³⁹ y CESR para valores⁴⁰). Sin embargo planteó serias dudas

³⁷ De acuerdo con el art. 134 (antiguo art. 114 TCE) TFUE, dentro de las funciones del Comité para la promoción de las políticas de los Estados miembros en todo lo necesario para el funcionamiento del mercado interior, está la de “emitir dictámenes, bien a petición del Consejo o de la Comisión, bien por iniciativa propia, destinados a dichas instituciones”.

³⁸ El CEBS se estableció oficialmente el 1 de enero de 2004, en virtud de una Decisión de la Comisión Europea 2004/5/CE, como parte de la extensión del enfoque Lamfalussy al sector bancario y estaba integrado por representantes de alto nivel de las autoridades de supervisión bancaria y de los bancos centrales nacionales de la UE. *Vid.* L. Field, “Cooperación en materia de supervisión en la Unión Europea y el papel del Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS)”, *Estabilidad Financiera*, nº 9, 2005, pp. 71–97.

³⁹ El CEIOPS fue creado bajo los términos de la Decisión de la Comisión Europea 2004/6/CE, de 5 de noviembre de 2003, actualmente derogada y sustituida por la Decisión 2009/79/EC

⁴⁰ El 17 de julio de 2000, el Consejo creó el Comité de expertos sobre la reglamentación de los mercados europeos de valores mobiliarios. Este último solicitó la creación de dos Comités consultivos, el Comité europeo de valores, compuesto por representantes de alto nivel de los Estados miembros, y el Comité de responsables europeos de reglamentación de

sobre su capacidad para asegurar en condiciones críticas la estabilidad financiera, garantizar el funcionamiento eficiente de los mercados y proteger adecuadamente a los consumidores e inversores.

El propio Parlamento Europeo adoptó una posición activa constituyendo en 2009 una Comisión Especial sobre la Crisis Financiera, Económica y Social⁴¹ con el objetivo de analizar y evaluar el alcance de la crisis financiera, económica y social, su impacto en la Unión y sus Estados miembros, y proponer medidas para reconstruir a largo plazo unos mercados financieros sanos y estables, que permitan apoyar un crecimiento duradero y el empleo. También evaluará la aplicación hasta la fecha de la legislación comunitaria en todos los ámbitos afectados, junto con la coordinación de las acciones emprendidas por los Estados miembros⁴².

18. El denominado “Grupo de De Larosière”, formado por gobernadores y banqueros de la UE, presentó el 25 de febrero de 2009 un informe, solicitado por el Presidente de la Comisión, en el que tras analizar las causas de la referida crisis efectuaba una serie de recomendaciones para el futuro. Dicho informe fue dictaminado por el Comité Económico y Social Europeo con 152 votos a favor, 37 en contra y 15 abstenciones y publicado en el Diario Oficial en diciembre de 2009. Pese a que el marco de Basilea II no estaba en vigor cuando se gestó la crisis⁴³, esta última había puesto de manifiesto con

valores, compuesto por altos representantes de las autoridades públicas nacionales competentes en el campo de valores con el fin de, entre otras cosas, asesorar a la Comisión. El Comité de responsables europeos de reglamentación de valores deberá servir como organismo independiente de reflexión, debate y asesoramiento de la Comisión en el ámbito de los valores mobiliarios. *Vid.* las Decisiones de la Comisión 2001/527CE y 2001/528/CE.

⁴¹ Decisión del Parlamento Europeo, de 7 de octubre de 2009, sobre la constitución, el establecimiento de las competencias, la composición numérica y la duración del mandato e la Comisión Especial sobre la Crisis Financiera, Económica y Social. <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//dTEXT+TA+20091007+ITEMS+DOC+XML+V0//ES>

⁴² En este contexto una delegación de eurodiputados de esta comisión especial sobre Crisis Financiera, Económica y Social del Parlamento Europeo visitó Lisboa y Madrid del 11 al 13 de enero, con el fin de analizar el impacto de la crisis de la deuda pública en los dos países y debatir posibles soluciones con políticos nacionales, representantes de la banca y de la industria y líderes sindicales.

⁴³ El “Marco revisado para la convergencia internacional de las medidas y normas de capital” (más conocido como “Basilea II”), pretende la solidez y la estabilidad del sistema bancario internacional, manteniendo al mismo tiempo la necesaria consistencia para que la normativa de suficiencia del capital fuese una fuente de desigualdad competitiva entre los bancos internacionales. Se basa en tres pilares, reglamentación, supervisión y disciplina: i) Requerimientos de capital de manera que se asegure la solvencia de las entidades mediante una relación directa entre riesgo y capital; en concreto, si los bancos cumplen determinados

crudeza las notables consecuencias adversas que se derivan del riesgo de liquidez y que se ve acentuado en la medida en que existen desequilibrios en los plazos de activo y pasivo de las entidades financieras. Era preciso, por lo tanto, introducir normas más concretas y estrictas al respecto, que además considerase el impacto que las presiones sobre la liquidez induce en el capital de las entidades financieras y, por lo tanto, en el comportamiento de sus gestores.

La principal propuesta del “Informe de De Larosière” fue la de crear un Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF), paralelo al Sistema Europeo de Bancos Centrales, pero sin instaurar en este caso una Autoridad equiparable al Banco Central Europeo. Una suerte de comité de supervisores, con funciones de vigilancia de la estabilidad de cada una de las entidades financieras, compartidas entre organismos comunitarios y de los Estados miembros. Junto a este sistema se proponía la creación de un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB) para prevenir y gestionar las crisis en el que participasen el Banco Central Europeo y la Comisión Europea⁴⁴. Este nuevo órgano sería el encargado de la supervisión desarrollando cuatro funciones: a) diseñar, recopilar y analizar toda la información precisa para identificar los riesgos globales del sector financiero, b) evaluar la importancia de dichos riesgos; c) emitir alertas y recomendaciones sobre los mismos y, d) asegurarse que se cumplen dichas recomendaciones. Para ello debería mantener un estrecho contacto con el FMI y otros organismos internacionales, para incorporar a sus análisis posibles alertas sobre riesgos globales⁴⁵.

El informe no defendía la creación de un supervisor único de los mercados financieros de la UE, como tampoco lo propuso el redactado a princi-

requisitos, podrán hacer un uso parcial de sus propias mediciones internas de riesgos creándose al efecto incentivos económicos para realizar tales operaciones. ii) Proceso de supervisión cuya finalidad principal de la supervisión es la protección de los depositantes, de suerte que el capital reconocido en las medidas de suficiencia de capital deberá estar fácilmente a disposición de estos últimos. iii) Disciplina de mercado, estableciendo requerimientos de divulgación de la información con el objetivo de permitir a los participantes del mercado evaluar el perfil de riesgo del banco. Vid. J.P. Decamps, J.C. Rochet y B. Roger, “The Three Pillars of Basel II: Optimizing the Mix”, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13, nº 2, 2004, pp. 132–155.

⁴⁴ J.C. Fernández Rozas, “El informe de ‘De Larosière’ y la necesidad de un Sistema Europeo de Supervisión Financiera”, *Legal Today*, 20 de enero de 2010 <http://www.legaltoday.com/opinion/articulos-de-opinion/el-informe-de-de-larosiere-y-la-necesidad-de-un-sistema-europeo-de-supervision-financiera>

⁴⁵ J.C. Fernández Rozas, “Hacia un sistema consolidado de supervisión financiera en la Unión Europea”, *Diario La Ley*, nº 7373, 31 de marzo de 2010, pp. 1-2; A.J. Tapia Herminida, “El Informe Larosière de febrero de 2009 sobre la crisis financiera”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 114, 2009, pp. 285 ss.

pios de 2001 por A. Lamfalussy. En aquellos momentos los expertos se conformaron con diseñar una vía rápida para elaborar normas sobre los mercados financieros y una arquitectura que facilitara la coordinación de los reguladores nacionales de la UE a la hora de aplicarlas. No han faltado críticas al informe. Sus objetivos se han quedado corto a la hora de realizar propuestas concretas y no abordan en absoluto la cuestión de cómo gestionar crisis transfronterizas.

2. Nueva arquitectura europea para la regulación y la supervisión financiera

19. En el contexto de la política monetaria debe recordarse que el Sistema Europeo de Bancos Centrales posee funciones consultivas mediante emisión de dictámenes y, asimismo dispone de potestades sancionadoras y que debe contribuir “ a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero” (art. 127.5º TFUE) Está integrado por el BCE y de los bancos centrales nacionales (art. 282.1º TFUE), incluidos –con ciertas particularidades– los de los Estados miembros que no formen parte, inicialmente, de la UME (Reino Unido, Dinamarca, Grecia y Suecia). Está dirigido por los órganos rectores de Banco Central Europeo.

El punto de partida de la denominada nueva arquitectura europea para la regulación y supervisión financiera arranca de la Comunicación de 27 de mayo de 2009 “Supervisión financiera europea”, donde la Comisión preconizó una serie de reformas de los actuales mecanismos orientadas a preservar la estabilidad financiera a nivel de la Unión.

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

A continuación describiremos los diversos organismos que conforman la referida arquitectura financiera que elaborarán estándares técnicos con vistas a fijar y armonizar los conceptos, métodos y procedimientos aplicables al nuevo marco de supervisión a partir 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.

22. Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF). Un mecanismo de supervisión macroprudencial de nuevo diseño exige un liderazgo creíble y de alto perfil. De ahí la necesidad de establecer un ente que agrupe a los actores de la supervisión financiera, tanto a escala nacional como de la Unión, para que actúen como una red. En virtud del principio de cooperación leal, de conformidad con el art. 4, ap. 3 TUE, las partes del SESF deben actuar con confianza y respeto mutuo, en especial para garantizar los flujos de información adecuada y fiable entre ellas. 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 en tres niveles:

A) En el primer nivel, se sitúan 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. se observa aquí 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.

B) En el segundo nivel, se encuentran las tres nuevas AES, que tienen una posición intermedia o de enlace entre las autoridades nacionales y la JERS: la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) y la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados)

C En el tercer nivel, se encuentra la JERS, que centralizará, gestionará y garantizará la supervisión del SESF.

23. Junta Europea de Riesgo Sistémico. La interconexión de las entidades y los mercados financieros implica que el control y la evaluación de los riesgos sistémicos potenciales se basen en un conjunto amplio de datos e indicadores macroeconómicos y microfinancieros pertinentes. Esos riesgos sistémicos incluyen un riesgo de perturbación de los servicios financieros

causado por un trastorno en la totalidad o en parte del sistema financiero de la Unión, que puede tener repercusiones negativas graves sobre el mercado interior y la economía real. Todo tipo de institución e intermediario, mercado, infraestructura e instrumento financieros puede tener una importancia sistémica. La crisis financiera puso de manifiesto importantes carencias en la supervisión financiera, que no fue capaz de anticipar una evolución macroprudencial adversa ni impedir la acumulación de riesgos excesivos dentro del sistema financiero. Coherente, pues, con esta situación se elaboró Reglamento (UE) n° 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). La JERS asume todas las responsabilidades mundiales necesarias para asegurar que se escucha la voz de la Unión en asuntos de estabilidad financiera, en particular cooperando estrechamente con el FMI y la Junta de Estabilidad Financiera (JEF), que deberían alertar en una fase temprana sobre los riesgos macroprudenciales a escala mundial, y los socios G-20. El cometido esencial de la JERS consiste en controlar y evaluar el riesgo sistémico en períodos de normalidad con miras a atenuar la exposición del sistema a los riesgos de fallo de los componentes sistémicos y a mejorar la resistencia del sistema financiero en caso de crisis. En este sentido, la JERS debe contribuir a garantizar la estabilidad financiera y a mitigar los impactos negativos sobre el mercado interior y la economía real.

La JERS se estructura como un órgano independiente, que atiende a todos los sectores financieros y a los sistemas de garantía y es responsable de ejercer la supervisión macroprudencial a nivel de la Unión y no tener personalidad jurídica. Está integrada por una Junta General, un Comité Director, una Secretaría, un Comité Científico Consultivo y un Comité Técnico Consultivo. Entre sus funciones figura: a) emitir avisos y, cuando lo considere necesario, recomendaciones de carácter general o específico, que deben dirigirse en particular a la Unión Europea en su conjunto, a uno o varios Estados miembros o a una o varias AES o autoridades nacionales de supervisión, con un plazo determinado para responder a los mismos a través de la oportuna actuación; b) elaborar un código de colores a fin de que los interesados puedan evaluar mejor la naturaleza del riesgo; c) comprobar el cumplimiento de sus avisos y recomendaciones, basándose en informes presentados por los destinatarios, a fin de cerciorarse de que se atiende eficazmente a sus avisos y recomendaciones. d) decidir, caso por caso y tras haber informado al Consejo con antelación suficiente para que este pueda reaccionar, la conveniencia de que una recomendación se mantenga confidencial o se haga

pública, teniendo en cuenta que la publicación puede contribuir a fomentar el cumplimiento de las recomendaciones en determinadas circunstancias.

El BCE y los bancos centrales nacionales deben desempeñar un papel protagonista en la supervisión macroprudencial, habida cuenta de su pericia y de sus actuales responsabilidades en materia de estabilidad financiera. Es importante que los supervisores nacionales participen en este proceso aportando su pericia específica. Resulta indispensable la participación de los supervisores microprudenciales en los trabajos de la JERS a fin de garantizar que la evaluación del riesgo macroprudencial esté basada en información completa y exacta sobre la evolución del sistema financiero. En consecuencia, los presidentes de las AES tienen la condición de miembros con derecho de voto. Asimismo un representante de las autoridades de supervisión nacionales competentes de cada Estado miembro debe poder asistir a las reuniones de la Junta General sin derecho de voto y quince personas independientes deben facilitar a la JERS conocimiento experto externo a través del Comité Científico Consultivo.

24. Las AES responden 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 los comités a los que antes nos hemos referido. Con esta finalidad, las nuevas Autoridades asumen importantes competencias, lo que, necesariamente, mediatizará las competencias de los supervisores nacionales. Dicha 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 AES comparten tres funciones principales. La primera de ellas se orienta a favorecer el establecimiento de una cultura supervisora común en la UE y para ello podrán dictar normas técnicas de obligado cumplimiento por los supervisores nacionales; buenas prácticas comunes para la supervisión y para prevenir el arbitraje regulatorio; preparar y coordinar planes de emergencia e instrumentos para crisis; y desarrollar fondos de rescate; asimismo, 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.

La segunda función es la adopción de decisiones vinculantes en caso de emergencia declarada por el Ecofin que podrán ir dirigidas a los supervisores nacionales competentes e, incluso, a las entidades afectadas. Para ello, se deben producir determinadas situaciones muy tasadas. Esencialmente, cuan-

do 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 emergencia, 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 comunitario. Aunque se trata de supuestos muy concretos y tasados puede considerarse como 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 tasados que sean los supuestos, constituye un gran avance.

La tercera función es la de mediación para resolver conflictos entre supervisores. Podrán, en efecto, mediar y, en su caso, solucionar los supuestos de desacuerdo entre los supervisores nacionales, incluidos los desacuerdos entre supervisores de distintos sectores. Ello debería elevar la homogeneidad y coherencia entre las distintas actuaciones supervisoras.

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

25. A los efectos del presente estudio debemos detenernos en el papel de la nueva Autoridad Bancaria Europea que responde a una necesidad advertida hace muchos años. La mayor parte de sus funciones son de coordinación, normalización y apoyo a las funciones propiamente de supervisión de las correspondientes autoridades nacionales. En esa línea, se le asignan funciones como las de a) Contribuir al establecimiento de normas y prácticas reguladoras y de supervisión comunes de alta calidad, en particular, emitiendo dictámenes dirigidos a las instituciones comunitarias y elaborando directrices, recomendaciones y proyectos de normas técnicas. b) Contribuir a una aplicación coherente de la legislación comunitaria, en particular contribuyendo a la instauración de una cultura de supervisión común, y mediando y resolviendo diferencias entre autoridades competentes. c) Llevar a cabo evaluaciones inter pares de las autoridades competentes, a fin de reforzar la coherencia de los resultados de la supervisión.

Junto a estas funciones, también se prevé que pueda llevar a cabo directamente actuaciones de supervisión. En particular, se prevé que esta Autori-

dad “ejercitará las facultades exclusivas de supervisión sobre las entidades de escala comunitaria o las actividades económicas de escala comunitaria” que le confiera la legislación comunitaria. Sin embargo, puesto que esta supervisión se atribuye con una nota de exclusividad a la Autoridad Bancaria Europea, no se producen conflictos con la actividad propia de las autoridades de supervisión nacionales.

Sin embargo, el punto más delicado de la nueva regulación es aquel donde se atribuye a la Autoridad Bancaria Europea una potestad para adoptar decisiones individuales de obligado cumplimiento por parte de las autoridades nacionales de supervisión e incluso, como último recurso, decisiones individuales dirigidas a las entidades financieras. Se prevé que pueda acordar decisiones individuales vinculantes dirigidas, en lo que ahora nos ocupa, a las autoridades nacionales de supervisión bancaria en una serie de supuestos. Asimismo diseña la denominada “prueba de estrés” que pretende evaluar la capacidad de resistencia de las entidades financieras frente a fuertes impactos y su solvencia específica en situaciones hipotéticas de tensión, en escenarios económicos particularmente adversos, aunque su no conlleva la aplicación de ningún tipo de medida. En diversos medios financieros se ha criticado que los conflictos entre las instituciones de la Unión Europea y las autoridades estatales acaben trasladándose a los terceros, aunque para ello se acuda también al principio de aplicación directa del Derecho de la Unión Europea. Es fácil imaginar el desconcierto de una entidad de crédito a la que su autoridad estatal de supervisión, que tiene amplios poderes sobre ella – incluida la potestad de ordenarle actuaciones o sancionarla– le dice una cosa, y recibe una notificación de la Autoridad Bancaria Europea en otro sentido. A este respecto, destaca el art. 394.5º del Reglamento (UE) nº 1093/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, cuando dispone que “Las decisiones que adopte la Autoridad de conformidad con los artículos 17, 18 y 19 se harán públicas e indicarán la identidad de la autoridad competente o de la entidad financiera afectada, así como el contenido principal de la decisión”. En un sector como el financiero, donde simples rumores pueden originar millones de pérdidas o ganancias, posiblemente este instrumento sea el más efectivo. Por ejemplo el resultado de unas pruebas que teóricamente califican la fortaleza de bancos y cajas ante escenarios económicos muy complicados, las entidades españolas no puedan aportar unas provisiones creadas por el Banco de España para justificar un “colchón” en tiempos de crisis⁴⁶.

⁴⁶ Recuérdese que el el test efectuado en julio de 2011 cinco entidades españolas (CAM, Banco Pastor, Caja3, Unnim y CatalunyaCaix) no superaron las pruebas de estrés a la banca

26. También la reforma se ha encaminado hacia uno de los sectores responsables de la crisis: las agencias de calificación crediticia, la mayoría de las cuales tienen su sede fuera de la UE. A ello responde el Reglamento (CE) n° 1060, de 16 de septiembre de 2009, que si bien reconoce su importante papel en los mercados de valores y en los mercados bancarios internacionales determina que estas agencias deberán utilizar estándares de evaluación sólidos y no podrán ofrecer servicios de consultoría ni calificar instrumentos financieros si no disponen de información fiable y precisa para los inversores. El referido Reglamento, aunque no contenta a todos por su complejidad y excesivo burocratismo, supone un nuevo paso en la supervisión del riesgo financiero. Pero los reformadores, al grito de que “no hay que regular más, sino que hay que regular mejor”, deben hacer frente al tradicional chantaje que han ejercido estas entidades y superar el complejo atávico hacia la sobre-regulación o hacia los fantasmas de una regulación equivocada susceptible, según tal concepción, de acabar con el propio sistema con imprevisibles consecuencias.

El 16 de marzo de 2011 los diputados del Parlamento Europeo reclamaron más transparencia a las agencias de calificación crediticia. En un informe aprobado por la comisión de Asuntos Económicos, los parlamentarios exigieron aclarar los criterios por los que se rigen las agencias para evaluar la deuda soberana y apoyan la creación de una fundación europea de calificación crediticia. Igualmente, la comisión parlamentaria propuso reforzar la competencia y fomentar el uso de las notaciones internas en las grandes instituciones financieras. Los principales puntos de desacuerdo fueron las propuestas relacionadas con la fundación europea de calificación crediticia y la calificación de la deuda soberana. El informe pedía a las agencias que aclararan la metodología y los criterios que utilizan para decidir la notación de los países y que expliquen por qué estas calificaciones no siempre coinciden con las previsiones de las principales instituciones financieras internacionales. Asimismo, proponía una serie de medidas para reducir la dependencia actual de las calificaciones crediticias.

27. Por último, debe hacerse referencia a la propuesta de directiva “Ómnibus I”, que presentó la Comisión el 26 de octubre de 2009 con objeto de modificar un conjunto de directivas relacionadas con las actividades del sector de los servicios financieros. Se trata de directivas relativas a las exi-

a los que se sometieron instituciones de los países de la Unión Europea, aunque ninguna necesitó recapitalización.

gencias de capital, los conglomerados financieros, las pensiones de jubilación, el abuso del mercado, los mercados de instrumentos financieros, los folletos, la firmeza de la liquidación, la transparencia, el blanqueo de capitales y los fondos de inversión. Esta propuesta concuerda con la política desarrollada por la Comisión tras el análisis de las conclusiones del “informe De Larosière” y cubre tres ámbitos principales: define el ámbito de aplicación de las normas verdaderamente técnicas (herramientas, métodos, estadísticas, formularios, etc.) –destinadas a garantizar una convergencia de la supervisión hacia una mayor uniformidad–, que deberá adoptar posteriormente la Comisión, faculta a las autoridades para solucionar diferencias entre las autoridades nacionales en situaciones en que se requiere una cooperación en cuyo marco el interés nacional quede supeditado al interés común y la conciliación tenga preferencia sobre las decisiones vinculante y, por último, establece canales apropiados para el intercambio de información, que permitirán definir una doctrina común sin dificultades jurídicas, en particular, en las relaciones entre las autoridades nacionales y las nuevas autoridades europeas. Respecto al carácter colegial de las tres nuevas autoridades, el Comité aboga por un equilibrio entre las diferentes autoridades nacionales en caso de controversia. En opinión del CESE, el carácter colegial implicaría una toma de decisiones conjunta por parte de las autoridades nacionales sin mostrar preferencia por el tamaño de los mercados o la presencia de operadores fuera de su país de origen

IV. Consideraciones finales

28. El desarrollo de la liberalización de los mercados financieros requiere una adecuada fiscalización por parte del Estado y, en su caso, de la UE acompañada por el desarrollo de una adecuada supervisión bancaria. Se han constituido diversos grupos de trabajo y múltiples foros en el marco de la iniciativa de una nueva arquitectura financiera, tanto escala mundial como europea. Sin embargo, se avanza muy lentamente en la construcción institucional y ésta parece sólo reajustarse sin cambios significativos. Existen toda una serie de normas y códigos internacionales, buenas prácticas y principios básicos producto de entidades a las que se ha criticado la falta de legitimidad democrática dictar estándares internacionales aplicables en a los mercados financieros. En otras palabras, se acusa de un flagrante déficit democrático en la forma de operar de estas instituciones.

Existe un consenso amplio en torno a la necesidad de mejorar el marco institucional en el que operan los mercados financieros en todo el mundo,

reforzando la regulación y supervisión prudencial y sus prácticas contables; de adoptar estándares internacionales mínimos en estas áreas; y de contar con códigos de conducta relativos a la política fiscal, monetaria y financiera, y con principios adecuados de gobernabilidad empresarial, perfeccionando la información que se suministra a los agentes de los mercados financieros. Hoy la presencia de una red de protección gubernamental hace necesaria su regulación. Precisamente una de las funciones de las autoridades públicas es salvaguardar la estabilidad financiera, necesaria para el equilibrio económico general, y por ello las entidades financieras deben estar sometidas a mayores controles prudenciales y vigilancia que otro tipo de entidades, sobre todo en lo que concierne a la existencia de un nivel de capital acorde con sus riesgos. En este contexto es previsible que en los próximos años la liquidez sea más ajustada, pero no lo bastante como para asfixiar al nuevo sistema financiero en la sombra hasta hacerlo desaparecer.

La nueva arquitectura financiera internacional debe descansar en principios nuevos distintos de los de la conferencia de Bretton Woods en 1944 y tendría que ser decididamente mundial y no sólo intergubernamental. El panorama es, pues, complejo, y tanto la regulación financiera como la configuración de su arquitectura están en el aire. Existe un consenso en los puntos generales del Comité de Estabilidad Financiera pero no en los detalles. Asimismo está en juego el papel de los bancos centrales en la preservación de la estabilidad del sistema financiero. La reforma sustantiva de la regulación no puede limitarse a cambios esencialmente cosméticos. Si esto fuera así, la crisis habría sido una oportunidad perdida para construir un sistema financiero más robusto y solamente cabría esperar nuevos episodios en los que nos volveríamos a acercar al abismo.

29. En la eurozona hay una gran tensión por la existencia de ciertos círculos desean fervientemente armonizar y centralizar la supervisión dotando de más poderes al Banco Central Europeo (BCE). Pero al mismo tiempo, la crisis ha mostrado que sólo los Estados nación son capaces de efectuar una acción decidida respaldada por suficiente dinero para recapitalizar una institución financiera fallida. Han sobrado en los últimos tiempos en Europa experiencias varias en la creación de estructuras complejas y múltiples para discutir temas relacionados con la regulación y la supervisión financiera. Por esa razón es preciso superar una organización excesivamente complicada, compuesta por demasiados foros y grupos, en la que no quedan claramente definidas las responsabilidades, o en la que éstas se solapan con las de otros organismos existentes.

La encrucijada a la que se enfrenta la UE es de extraordinaria compleji-

dad, ya que la solución más ecuánime: que todo el mundo asuma una parte de la onerosa factura de Grecia, conseguiría poner en peligro las economías periféricas. La refundación del sistema financiero internacional, a la que aspira la propia Unión, implica también la creación de un sistema de alerta temprana que evite otro descalabro económico como el actual. Un sistema que tenga en cuenta la necesidad de un mercado regulado, un mercado al servicio del desarrollo, al servicio de la sociedad y, en fin, al servicio de todos los ciudadanos comunitarios. La última crisis ha evidenciado, en efecto, dos importantes lecciones: que no volverá a haber fe ciega en la absoluta racionalidad del mercado libre y que no puede prescindirse de la intervención de los gobiernos para que los mercados funcionen con normalidad⁴⁷.

⁴⁷ Vid. J.E. Stiglitz, *Freefall. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, Nueva York/Londres, W.W. Norton & Co., 2010, traducción española de A. Pradera y N. Petit con el título, *Caída libre. El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*, Madrid/México, Taurus, 2010.