



FUNDACIÓN DE  
ESTUDIOS FINANCIEROS

# LA ARQUITECTURA INSTITUCIONAL DE LA REFUNDACIÓN DEL EURO

*Director*

Fernando Fernández Méndez de Andés

PAPELES DE LA FUNDACIÓN

N.º 49

ISBN: 978-84-616-3343-2  
Depósito Legal: M. 5116 - 2013  
Edita: Fundación de Estudios Financieros  
Imprime: Global F. Marketing C.S.L.



---

**ÍNDICE**

|   |     |
|---|-----|
| <b>EQUIPO DE TRABAJO</b>  | 5   |
| <b>PRESENTACIÓN</b>   | 7   |
| <b>1. RESUMEN EJECUTIVO</b><br><i>Fernando Fernández, IE Business School</i>  | 9   |
| <b>2. EL ESTATUTO DEL BANCO CENTRAL EUROPEO</b><br><i>Antonio Sáinz de Vicuña y Barroso, BCE</i>  | 35  |
| <b>3. TARGET2: QUÉ SIGNIFICA Y QUÉ IMPLICA</b><br><i>Javier Alonso, Director General de Operaciones Mercados y Sistemas de Pago del Banco de España</i><br><i>Carlos Conesa Responsable de la Unidad de Vigilancia de Sistemas de Liquidación, del Departamento de Sistemas de Pago del Banco de España</i> | 49  |
| <b>4. LOS MALES DEL EURO</b><br><i>Manuel Conthe, Bird &amp; Bird</i>   | 71  |
| <b>5. LA CONSTRUCCIÓN DE EUROPA: HACIA UN TESORO COMÚN</b><br><i>José Manuel Campa, IESE Business School</i>  | 83  |
| <b>6. REGLAS FISCALES Y MECANISMO DE ESTABILIDAD</b><br><i>Pedro Antonio Merino, Economista Jefe de la Dirección de Estudios de Repsol</i>  | 93  |
| <b>7. SUPERVISIÓN BANCARIA EUROPEA</b><br><i>Francisco Uría, Socio responsable del sector financiero KPMG</i>   | 105 |
| <b>8. ASPECTOS JURÍDICO PRIVADOS DE LA NUEVA ARQUITECTURA INSTITUCIONAL DEL EURO</b><br><i>María Luisa Alonso y José Guardo, Clifford Chance</i>  | 123 |
| <b>PAPELES DE LA FUNDACIÓN</b>  | 149 |
| <b>ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS</b>  | 151 |



**EQUIPO DE TRABAJO****DIRECCIÓN****Fernando Fernández Méndez de Andés**

*Doctor en Ciencias Económicas y profesor de economía del IE Business School. Consultor internacional en temas macroeconómicos, regulatorios y financieros. Ha sido Chief Economist y Director del Servicio de Estudios del Banco Santander Central Hispano y Economista Principal del Fondo Monetario Internacional. En su vertiente más académica ha sido Rector de la universidad Antonio de Nebrija y de la universidad Europea de Madrid.*

**COLABORADORES****María Luisa Alonso Horcada**

*Doctora en Derecho por la UCM. Abogado de Clifford Chance. Especialista en Derecho Bancario.*

**Javier Alonso Ruiz-Ojeda**

*Director General de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago del Banco de España. Ha representado al Banco en diversos Comités y grupos de alto nivel del Sistema Europeo de Bancos Centrales, entre ellos el «High Level Group on TARGET2». Anteriormente ha sido Director de los Departamentos de Operaciones y de Operaciones Exteriores.*

**José Manuel Campa Fernández**

*Doctor en Economía por la Universidad de Harvard y profesor de Economía y Finanzas en IESE Business School. Anteriormente ha sido Secretario de Estado de Economía y profesor en la Stern School of Business de la universidad de Nueva York, miembro de la Junta del Breugel Institute y Investigador Asociado del National Bureau of Economic Research y del Center for Economic Policy Research. Consultor en múltiples organismos internacionales. Forma parte del Grupo Liikanen de expertos que están evaluando las reformas necesarias en la industria bancaria europea.*

**Carlos Conesa Lareo**

*Responsable de la Unidad de Vigilancia de Sistemas de Liquidación en el Departamento de Sistemas de Pago del Banco de España. Ha representado al Banco en diversos Comités y grupos de trabajo del Sistema Europeo de Bancos Centrales, entre ellos el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación.*

**Manuel Conthe Gutiérrez**

*Técnico Comercial y Economista del Estado y licenciado en Derecho. Representó a España, como Director del Tesoro y Política Financiera, en la negociación del Tratado de Maastricht. Fue también Secretario de Estado de Economía, Vicepresidente de Finanzas del Banco Mundial, socio de Analistas Financieros Internacionales (AFI) y Presidente de la CNMV. En la actualidad es columnista y presidente del Consejo Asesor de Expansión, ejerce como árbitro en el despacho internacional de abogados Bird&Bird y es consejero independiente de Acerinox.*

**Jose Guardo Galdón**

*Abogado. Socio de Clifford Chance. Especialista en Derecho bancario.*

**Pedro Antonio Merino García**

*Técnico Comercial y Economista del Estado, Director de Estudios y Análisis del Entorno de Repsol, M.B.A. por el Instituto de Administración de Empresas (I.A.D.E.) y Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid. Anteriormente ocupó varios puestos en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y trabajó como Asesor al Director Ejecutivo por España en el Fondo Monetario Internacional. Fue miembro alterno español del Comité Monetario de la Unión Europea y Consejero del Banco Europeo de Inversiones, secretario de la Comisión Interministerial para la introducción del euro, así como responsable en el Ministerio de Economía de las relaciones con el FMI.*



**Antonio Sáinz de Vicuña y Barroso**

*Abogado General del BCE y Director General de su Servicio Jurídico. Licenciado en Derecho y Economía en la universidad Complutense de Madrid y Master en Derecho Internacional en Cambridge University. Chairman del Grupo Europeo de Abogados de Mercados Financieros y Vicepresidente del Comité Internacional de Derecho Financiero (MOCOMILA) y miembro del Comité Asesor del Instituto Europeo de Mercado de Capitales (ECMI). Abogado del Estado en excedencia, ha ocupado diversos puestos en la Administración y en la banca privada.*

**Francisco Uría Fernández**

*Abogado del Estado-excedente y socio responsable del sector financiero en KPMG. Anteriormente ha sido jefe de la Asesoría Jurídica y vicesecretario general de la Asociación Española de Banca (AEB) y Secretario General Técnico del Ministerio de Fomento, Secretario General Técnico del Ministerio de Hacienda y Subsecretario del Ministerio de Hacienda.*



## PRESENTACIÓN

Hace aproximadamente un año la Fundación de Estudios Financieros publicó su primer informe sobre el euro «*La Crisis en Europa, un problema de Crisis Soberana o del Euro*». En él señalábamos las dificultades que planteaba un diseño incompleto y limitado del euro y concluía con una serie de recomendaciones que hoy en día permanecen de total actualidad. Afortunadamente el euro ya no parece estar en peligro en estos momentos aunque todavía le quede un largo periodo de inestabilidad institucional.

En este contexto, la Fundación de Estudios Financieros decidió poner en marcha este segundo estudio sobre el euro cuyo objetivo es analizar el escenario en el que nos encontramos y recordar las decisiones pendientes, haciendo propuestas concretas siempre desde la óptica de que España debe jugar un papel activo en la reforma. Fruto de estas reflexiones, el Patronato de la FEF acordó en diciembre del año 2011 incorporar al Plan de Actividades Fundacionales 2012 el informe que ahora presentamos.

Para responder a este objetivo, el informe se articula en siete trabajos que pasan revista a otros tantos aspectos institucionales del diseño de una nueva Unión Monetaria refundada, no solo para garantizar su supervivencia sino para que responda a sus objetivos fundacionales de convertir a la Euro Zona en el espacio económico más dinámico y equitativo del mundo.

El estudio empieza analizando los cambios que se han producido y los que deberían producirse en el Banco Central Europeo, dedicando una especial atención a la cuestión de si sus estatutos actuales son suficientes para las labores que habría de asumir en una necesaria unión banca-

ria. Dedicamos luego una atención particular al tema de Target, el sistema de liquidación bruta en tiempo real, que constituye la pieza central del sistema de pagos en el área euro. Trata luego de los cambios necesarios en los Tratados para avanzar hacia la unión económica, para detenerse en la construcción de un Tesoro Europeo y en la reforma de las reglas fiscales en la Euro Zona. Los dos últimos capítulos se dedican a la unión bancaria; el primero expone los pasos dados y los que aún permanecen apenas esbozados pero resultarán inevitables, en la integración de la supervisión bancaria y del modelo de resolución bancaria; el segundo analiza críticamente los cambios radicales que se han producido en los derechos y deberes de los individuos, accionistas y acreedores bancarios, como consecuencia de este nuevo modelo de sistema financiero en el que conceptos como *burden-sharing* o *bailing-in* se han convertido en familiares al consolidarse el objetivo de minimizar el coste de las crisis financieras para el contribuyente.

El trabajo incluye un resumen ejecutivo que sistematiza las diferentes aportaciones realizadas por los colaboradores que han participado en él y un decálogo de conclusiones que remarca las principales cuestiones que queremos transmitir.

Desde la Fundación queremos destacar las siguientes reflexiones en relación con la construcción europea, fundamentalmente desde una perspectiva española. La primera es que es necesario avanzar decididamente en la unión bancaria, fiscal y política de la Eurozona, ya que cualquier otra solución será solo transitoria. Un sistema permanente no se puede construir sobre la base de mecanismos especiales para países en



dificultades, sobre regímenes de intervención y disciplina ad-hoc o programas especiales de ayuda condicionada. Las reglas han de ser comunes para todos los Estados miembros y las consecuencias, incluidas las posibles sanciones por incumplimiento, también.

La segunda es que la puesta en marcha de la Unión Bancaria es un paso definitivo y un salto cualitativo hacia la construcción de un auténtico sector financiero europeo con reglas iguales para todos y donde las distintas entidades puedan competir por solvencia y rentabilidad en condiciones de igualdad sin contar con la garantía implícita de su Tesoro nacional.

Por último, es trascendental insistir, una vez más, en la importancia de trasladar a la opinión pública los grandes beneficios que derivan de nuestra pertenencia al euro, ya que la comprensión de estos beneficios es necesaria para asumir de forma conjunta los esfuerzos y ajustes que hoy en día nos impone nuestra pertenencia a la

moneda común. En el euro y en el cumplimiento de las reglas que exige está la solución a nuestros problemas.

El estudio se titula «*La Arquitectura Institucional de la Refundación del Euro*» y ha sido dirigido por D. Fernando Fernández Méndez de Andés, Profesor del IE Business School y Director de la Cátedra del Sistema Financiero Internacional. A su vez ha contado con un equipo de competentes colaboradores vinculados al mundo académico, profesional y de la administración pública. A todos ellos quiero transmitirles mi agradecimiento y felicitación por el excelente trabajo realizado.

La Fundación de Estudios Financieros espera que esta iniciativa contribuya enriquecer el actual debate sobre el euro y sobre el papel que España debe seguir desempeñando en la Unión Europea.

Juan Carlos Ureta Domingo  
*Presidente de la Fundación de Estudios Financieros*



## RESUMEN EJECUTIVO

**Fernando Fernández**  
**IE Business School**

Desde que hace aproximadamente un año la Fundación de Estudios Financieros publicó su primer informe sobre el euro, *La Crisis en Europa, un problema de Crisis Soberana o del Euro*<sup>1</sup>, han cambiado muchas cosas. Y justo es decir que casi todas para bien. Grecia ya no es un problema irresoluble que amenaza con llevarse por delante a la unión monetaria; el Banco Central Europeo, el BCE, se parece cada vez más a un banco central normal y no se ve constreñido en su actuación por rigideces anacrónicas; la Euro Zona se ha dotado de capacidad institucional y avanza, con paso desesperadamente lento y excesivamente zigzagueante pero bien direccionado, hacia su integración económica; y se han puesto las bases de la Unión Bancaria, superando lo que era un simple sistema múltiple de tipos de cambio fijos. Como consecuencia de todos estos cambios, el euro ya no está en peligro, su desaparición ya no es inevitable aunque le quede un largo período de inestabilidad institucional.

Grecia ya no es un evento catastrófico porque (i) hay un gobierno serio que parece comprometido con cumplir con el programa de ajuste en vigor; (ii) los gobiernos europeos han aceptado finalmente que la solución de un problema de solvencia soberana requiere una quita de la deuda, primero en manos privadas y eventualmente también en manos de las instituciones públicas; quita ordenada cuyo primer capítulo se ha materializado en una exitosa operación de *buyback* realizada en diciembre y (iii) se ha dejado

de contemplar la posibilidad, la casi necesidad, de una salida ordenada del país heleno de la Unión Monetaria como si tal operación quirúrgica fuese limpia e incluso posible sin graves efectos colaterales –contagio sistémico– que pudieran echar por la borda todo el edificio institucional de la moneda única. Además el caso griego ha servido de acicate a otros países rescatados como Portugal o Irlanda, a los que ha vacunado políticamente contra las soluciones milagrosas del populismo, a la vez que ha obligado a las autoridades europeas a enfrentarse sin prejuicios a las complejidades técnicas de un programa de ajuste estructural que requiere algo más de *fine tuning* que una voluntarista consolidación fiscal.

El BCE ha empezado a actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero europeo. Tras la declaración de su presidente el 26 de julio de que haría «todo lo que fuese necesario para salvar el euro», el 2 de agosto aprobó las llamadas *Outright Monetary Transactions*, OMTs, –compras ilimitadas de deuda de corto plazo, menos de tres años, en el mercado secundario– y se ha dotado de los instrumentos necesarios para, llegado el caso, evitar una crisis cambiaria. Para ello ha tenido que reconocer, con un fuerte debate interno y alguna ruptura dolorosa con el Bundesbank, que su función primordial no es solo mantener el valor de la moneda común, sino también y sobre todo asegurar su supervivencia. Lo que le obliga a garantizar un correcto funcionamiento del mercado financiero europeo amenazado de fragmentación, de renacionalización, incluso con instrumentos heterodoxos, no convencionales, como la provisión ilimitada de liquidez o las compras de bonos.

<sup>1</sup> Fundación de Estudios Financieros, Madrid, Noviembre 2011, dirigido por Fernando Fernández.



Porque ha sido precisamente la práctica desaparición de los flujos monetarios transnacionales en la Euro Zona la que en 2012 (i) ha hecho fracasar la estrategia de inyección de liquidez del BCE al no funcionar el multiplicador monetario, (ii) ha estado a punto de hacer saltar por los aires el euro al provocar una masiva contracción de las disponibilidades líquidas en los países problemáticos, y (iii) ha provocado la recaída de la Euro Zona en la recesión en el segundo semestre del año. Pero, como veremos, las OMTs no están exentas de polémica. Dos son las críticas más importantes, aunque contradictorias entre sí. Se critica que al estar las posibles compras de deuda pública sujetas a una decisión política, un programa de ajuste del país en cuestión aprobado por el Eurogrupo, el BCE se pone a merced de los gobiernos de turno. Pero se critica también la absoluta discrecionalidad del BCE que se ha reservado un amplio margen de actuación y ha rehusado comprometerse a fijar un nivel determinado de diferencial e incluso a formular públicamente el nivel que considera razonable y compatible con un funcionamiento efectivo de la unión monetaria<sup>2</sup>.

La integración económica de la Euro Zona presenta muchas facetas complejas y deja muchos problemas sin resolver, y a muchos de ellos intentamos dar respuesta en este segundo Informe. Porque acercar el funcionamiento del área euro al ideal de las áreas monetarias óptimas no es tarea fácil ni breve. Pero es un hecho incuestionable que ha habido avances muy significativos. Durante el año 2012 se han alcanzado acuerdos para (i) reforzar los mecanismos de estabilidad fiscal europeos, modificando el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para hacerlo funcional, preventivo y eficaz,<sup>3</sup> (ii) cambiar las cons-

tituciones nacionales, o leyes de rango equivalente, para consagrar el equilibrio fiscal como la pieza clave de la arquitectura europea, (iii) poner en marcha un procedimiento de corrección de desequilibrios macroeconómicos que reconoce por primera vez la insostenibilidad de los desajustes de balanza de pagos y presta atención explícita al ajuste del sector privado y la economía real<sup>4</sup>; y (iv) crear un Fondo de Estabilización Permanente en el Área Euro, pues no otra cosa es el recién estrenado Mecanismo Europeo de Estabilidad, MEDE más conocido por sus siglas inglesas ESM, que sustituye a la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera que tenía un carácter meramente temporal y extraordinario.

La Unión Bancaria, condición necesaria de sostenibilidad de la moneda única a juicio unánime de la comunidad académica, aparece por primera vez formalmente en el debate oficial europeo en un discurso del presidente Van Rompuy en abril y encuentra su plasmación legal en la Cumbre Europea de junio de este año. Desde entonces, y han pasado solo seis meses, todos los gobiernos europeos –todos, incluido el alemán– aceptan que significa tres cosas: un regulador y supervisor único del sistema financiero de la Euro Zona; una Autoridad Europea de Resolución Bancaria con capacidad para intervenir, reestructurar o liquidar bancos, en cooperación pero con total independencia de las autoridades del país en cuestión, como hemos podido observar con carácter fundacional en la recapitalización del sistema bancario español; y un Esquema Europeo de Garantía de Depósitos que evita las salidas de capitales y posibilite la competencia bancaria en la Euro Zona sin las cartas marcadas de la fortaleza relativa del país de origen de las entidades financieras.

Las vicisitudes de la Unión Bancaria son probablemente el mejor ejemplo de la insoportable

---

<sup>2</sup> A diferencia del FMI que en su *World Economic Outlook* de septiembre 2012 estimaba en 200 puntos básicos la prima de riesgo razonable que correspondería a una situación de stress fiscal sin perspectiva de devaluación.

<sup>3</sup> El 2 de marzo todos los gobiernos europeos con la única excepción del Reino Unido y la República Checa firman el nuevo Tratado de Estabilidad, Convergencia y Gobernanza (TECG) más conocido como *Fiscal Compact* que supone una importante cesión de soberanía fiscal a las autoridades supranacionales.

---

<sup>4</sup> Mecanismo que supone un Procedimiento de Corrección de Desequilibrios Macroeconómicos Excesivos similar al vigente para el déficit público y lo que es más importante la publicación de un Informe Semestral de Desequilibrios Macroeconómicos y de una Tabla de Indicadores de Seguimiento que permite comprobar el avance en la integración económica real.



lentitud de la maquinaria europea, pero también de su inevitabilidad y su determinación una vez puesta en marcha. La Comisión Europea aprueba el concepto de unión bancaria el 30 de mayo de 2012. El 19 de junio en la cumbre del G-20 en Los Cabos, México, los europeos se comprometen a avanzar decididamente en una mayor integración financiera incluyendo «supervisión, resolución y recapitalización bancaria así como un fondo de garantía de depósitos». El Consejo Europeo del 28-29 junio aprueba la puesta en marcha de la unión bancaria e instruye a la Comisión a presentar una propuesta concreta, lo que ésta hace en Septiembre. Propuesta que se discute en el Consejo de noviembre y se aprueba finalmente en el de diciembre. En el proceso, el calendario de entrada en vigor se aplaza un año, a marzo 2014 para el Mecanismo de Supervisión Único integrado en el BCE y a junio de 2014 para la Autoridad de Resolución; se excluyen temporalmente los bancos pequeños para acomodar a las cajas alemanas que se habían conjurado a no ser supervisadas internacionalmente; se pierde cualquier referencia concreta a la fecha de entrada en vigor del seguro de depósitos; y se deja pendiente de resolver el problema de los *legacy assets*. la deuda bancaria al inicio de la unión. Pero la maquinaria comunitaria se ha puesto en marcha y el proceso es imparable. Con una lentitud y una complejidad procesal exasperante sin duda para los mercados financieros y que explica gran parte de las dificultades habidas, y notablemente cómo una crisis de deuda local y manejable ha llegado a convertirse en una crisis cambiaria de proporciones sistémicas y globales, y no es una exageración. Pero así es Europa y así va a seguir siendo. Quiero pensar que los mercados finalmente han entendido que esa lentitud garantiza también la irreversibilidad del proceso de integración.

Durante 2012, los europeos se han asomado al precipicio de la ruptura del proyecto de Unión Monetaria. Pero han visto la magnitud de la sima, han estimado el coste del impacto y han concluido que es un precio que no se pueden permitir. Y los mercados han tomado buena nota de esa voluntad de permanencia. Los mercados, esos

entes abstractos pero que pueden resultar letales y que con demasiada frecuencia los europeos despreciamos en el debate público para luego cortar vergonzosamente en privado, han terminado por aceptar una obviedad: que el euro es un proyecto político en el que la Unión Europea se juega su futuro. Un proyecto político que ha costado mucho esfuerzo entender a los propios gobiernos europeos, por no mencionar a las poblaciones europeas que están todavía a medio camino. Ese proyecto político estaba apenas pergeñado en el Tratado de Maastricht; era solo un borrador sugerente de lo que tendría que venir pero resultaba impensable en aquel entonces. Las crisis son la oportunidad para reconstruir el camino. Son una oportunidad dolorosa, pero desgraciadamente necesaria pues la complacencia y la indolencia se apoderan de todos nosotros –no solo de los políticos sino también de los ciudadanos consumidores, productores y electores– en los momentos buenos.

El proyecto político de refundación del euro está ya definido. Puede encontrarse en el llamado documento de los Cuatro Presidentes<sup>5</sup>. No es una obra terminada sino solo un proyecto de edificación que tiene visado técnico del colegio correspondiente y de las autoridades supranacionales. Sufrirá cambios inevitables en el proceso de discusión pública con los *stake holders* afectados, pero la decisión de refundar el euro está tomada y es irreversible. Así lo han entendido los inversores internacionales que no se atreven ya a seguir apostando por la ruptura de la Unión Monetaria. Las primas de riesgo han descendido sustancialmente en todo el Área Euro. No lo hacen más porque si bien el mapa de ruta está definido, los inversores descuentan los inevitables obstáculos, las omnipresentes averías en el camino, tanto nacionales como europeas. Pero tampoco volverán a subir significativamente si se respeta lo acordado y se ejecuta a buen ritmo.

---

<sup>5</sup> Ver el documento *Hacia una Auténtica Unión Económica y Monetaria* presentado el 5 de diciembre de 2012 por Herman van Rompuy, presidente del Consejo Europeo, en estrecha colaboración con José Manuel Barroso, presidente de la Comisión Europea, Jean Claude Juncker, presidente del Eurogrupo y Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo.



Estamos ante un escenario nuevo, para España, para la Unión Europea incluido el Reino Unido y otros países *out*, y para el mundo. Un escenario que conviene conocer con un cierto detalle porque de su desarrollo depende no solo la recuperación española sino el papel de Europa en un siglo XXI que verá sin duda la consolidación del poder económico de Asia. Un escenario con múltiples interrogantes porque en los detalles está siempre el problema, pero también la oportunidad. Este libro pretende precisamente explicar ese nuevo escenario, analizar sus líneas fundamentales y subrayar las decisiones pendientes. Pero no se queda en el análisis más o menos sofisticado de las medidas anunciadas ni siquiera en la valoración crítica de las distintas alternativas existentes, sino que pretende ir un paso más allá y hacer propuestas concretas que contribuyan a definir ese futuro común. Desde la Fundación de Estudios Financieros se tiene la convicción que España no puede limitarse a ser un observador pasivo ni un socio leal y cumplidor. Tiene la obligación moral y la capacidad efectiva de ser uno de los arquitectos de la reforma.

Para responder a este objetivo, el informe se articula en siete trabajos que pasan revista a otros tantos aspectos institucionales del diseño de una nueva Unión Monetaria refundada. A todos los autores se les ha formulado la misma pregunta, ¿qué habría que cambiar para que la Unión Monetaria sea permanente y funcional? No solo para garantizar su supervivencia, lo que de por sí ya es un objetivo ambicioso en los tiempos que corren, sino para que responda a sus objetivos fundacionales de convertir a la Euro Zona en el espacio económico más dinámico y equitativo del mundo.

Como he escrito en otra parte<sup>6</sup>, «la Unión Monetaria nació entre el escepticismo, si no directamente entre la abierta hostilidad, de gran parte de la profesión académica. Hubo muchos entre nosotros quienes, siempre partidarios de

las teorías conspiratorias tan útiles para encubrir la propia ignorancia, apelaron al miedo americano ante el nacimiento de una nueva moneda y de un nuevo imperio que pretendía rivalizar con el dólar y restarle protagonismo internacional. Pero la paranoia es mala consejera económica. Los más ilustrados entre los propios europeos sabían que se ponía en marcha un proceso que tendría que conducir ineludiblemente al fortalecimiento de la Unión Política Europea». Romano Prodi, entonces presidente de la Comisión Europea no lo pudo decir más claro en su momento, aunque nadie quisiera entonces oírle, «estoy convencido de que el euro nos obligará a introducir un nuevo conjunto de instrumentos de política económica europea. Hoy no ha sido posible políticamente ni siquiera proponerlos. Pero algún día habrá una crisis y estos nuevos instrumentos serán la consecuencia necesaria»<sup>7</sup>.

Esta idea de que la crisis europea no es importada, no es una consecuencia de la crisis financiera internacional sino fundamentalmente producto de los fallos en el diseño de la propia Unión Monetaria, de las limitaciones que la realidad política de los años noventa impusieron a su nacimiento, ha ido cobrando fuerza y hoy es doctrina oficial. «En gran medida las vulnerabilidades de la Euro Zona nacen de algunas de las características del diseño institucional original» ha reconocido finalmente la Comisión<sup>8</sup>.

Y continua señalando los fallos fundamentales de ese diseño equivocado o insuficiente: (i) a diferencia de otras uniones monetarias en la UEM no hay una función centralizada de política fiscal ni un presupuesto federal suficiente; (ii) la coordinación de las políticas fiscales nacionales ha descansado en instrumentos *soft*, la presión colectiva de los socios, y ha tenido un impacto limitado en la actuación de los distintos países; (iii) el Banco Central Europeo ha tenido que uti-

<sup>6</sup> Fernando Fernández, «Al rescate del euro», *Papel Especial de la Fundación Faes*, N° 163, Madrid, Noviembre 2012.

<sup>7</sup> Romano Prodi, discurso al Parlamento Europeo, diciembre 2001.

<sup>8</sup> «Un esquema para una auténtica y profunda unión económica y monetaria, La apertura de un Debate Europeo», Comunicado de la Comisión Europea, Bruselas, 11 de noviembre de 2012.



lizar bonos de los Estados Miembros para sus operaciones de mercado abierto confiriéndoles así el status de colateral privilegiado y debilitando la disciplina de mercado sobre las obligaciones fiscales de los diferentes países; (iv) la responsabilidad sobre la supervisión prudencial y la gestión de las crisis bancarias ha permanecido siendo nacional a pesar de la creciente integración de los mercados financieros; y (v) la ausencia de un mecanismo efectivo de mutualización de los riesgos bancarios ha terminado produciendo un bucle perverso de crisis bancaria y crisis soberana que ha agravado la recesión europea.

Sorprende la similitud de este certero aunque tardío diagnóstico oficial con el realizado un año antes por esta Fundación en su primer Informe sobre el euro. Informe que concluía con diez lecciones sobre la crisis que no me resisto a citar<sup>9</sup> porque permanecen de rabiosa actualidad y han servido de guía para este segundo trabajo: (i) se trataba de una crisis de la propia UEM; (ii) su superación exigía cambios políticos e institucionales hacia la federalización europea; (iii) entre los que se incluían prioritariamente mayor coordinación e integración fiscal; (iv) a cambio de la que habría que avanzar hacia la mutualización de las deudas públicas de los diferentes estados; (v) y exigiría mecanismos especiales de intervención duradera de países en dificultades especiales; (vi) la integración fiscal habrá de respetar el principio de subsidiariedad; (vii) pero Europa tiene que reducir sus niveles de endeudamiento público lo que convierte en inevitable la consolidación fiscal aunque podamos discutir el ritmo; (viii) la UEM no era, no es, un espacio financiero integrado y urge construirlo centralizando a nivel europeo la regulación, supervisión, resolución y garantía de depósitos bancarios; (ix) el BCE tiene un papel primordial que cumplir para financiar la transición a este nuevo régimen pero no puede convertirse en prestamista de última instancia de los gobiernos; y (x) al final urge recuperar el cre-

cimiento económico lo que nos lleva a política de competitividad no de expansión del gasto público.

Lo cierto es que hoy el proceso de refundación del euro está finalmente en marcha y ha adquirido velocidad de crucero. Pero los detalles técnicos son muy importantes para Europa y para España, porque en última instancia se trata de un doble proceso de cesión de soberanía y de reparto de los costes. Un proceso similar al que tuvo lugar en los noventa cuando se negoció el Tratado de Maastricht. Con la diferencia de que nuestro país era entonces una potencia emergente que pudo y supo jugar un órdago a la grande formando parte de los socios fundadores del euro y ahora es una economía en dificultades que ha tenido que recurrir a la financiación europea por errores propios de gestión; errores que pueden sintetizarse en la incapacidad del anterior gobierno para entender lo que significa una Unión Monetaria y su ingenua o culpable ignorancia de la ortodoxia económica. Pero esta debilidad objetiva de la posición española no ha de convertirse en excusa para no aportar ideas a esta refundación. A ello se dedica este informe que busca definir y precisar algunas de las soluciones a los fallos institucionales en el diseño del euro hoy ampliamente reconocidos.

Para ello empieza analizando los cambios que se han producido y los que deberían producirse en el Banco Central Europeo, dedicando una especial atención a la cuestión de si sus estatutos actuales son suficientes para las labores que habría de asumir en una necesaria unión bancaria. Se ocupa luego del tema de Target, el sistema de liquidación bruta en tiempo real, que constituye la pieza central del sistema de pagos en el área euro y que ha sido motivo de profunda controversia en algunos círculos políticos, especialmente alemanes, al haber sido interpretados torciblemente los desequilibrios nacionales que han surgido precisamente como consecuencia de la ruptura del mercado interbancario europeo. Trata luego de los cambios necesarios en los Tratados para avanzar hacia esa genuina unión económica que parece ahora dominar la agenda oficial, para detenerse en la construcción de un

<sup>9</sup> Ver op. cit. especialmente el último apartado de su resumen ejecutivo, Un Decálogo de Conclusiones.



Tesoro Europeo y en la reforma de las reglas fiscales en la Euro Zona, aspectos centrales del debate y en los que se plasman todas las aspiraciones y todas las contradicciones de lo que necesariamente habrá de resultar en una nueva Unión Económica y Monetaria. Una unión en la que las transferencias permanentes de ingresos fiscales entre los distintos Estados cobrarán mayor protagonismo como mecanismo de estabilización y no serán solo flujos extraordinarios que alivien los costes de procesos de ajuste estructural financiados externamente. Los dos últimos capítulos se dedican a la unión bancaria; el primero expone los pasos dados y los que aún permanecen apenas esbozados pero resultarán inevitables, en la integración de la supervisión bancaria y del modelo de resolución bancaria; el segundo analiza críticamente los cambios radicales que se han producido en los derechos y deberes de los individuos, accionistas y acreedores bancarios, como consecuencia de este nuevo modelo de sistema financiero en el que conceptos como *burden-sharing* o *bailing-in* se han convertido en familiares al consolidarse el objetivo de minimizar el coste de las crisis financieras para el contribuyente.

A continuación se expone un resumen dirigido de las principales aportaciones de los distintos trabajos presentados en este informe. No es un resumen al uso, pues no se limita a resaltar las conclusiones de los mismos, sino que intenta ponerlas en la perspectiva de lo que personalmente entiendo son los pasos necesarios para garantizar la viabilidad y sostenibilidad de la Unión Monetaria Europea. Es por lo tanto un resumen sesgado por mis propias opiniones, a la luz de los puntos tratados y las aportaciones hechas por los distintos autores. Por supuesto que la responsabilidad de lo que aquí se expone es solo mía, los colaboradores solo lo son de los artículos que firman, y me consta que algunos autores no están de acuerdo con algunas de las sugerencias o interpretaciones que aquí hago. De hecho, hay veces en que expresamente contrasto sus puntos de vista con los míos, en beneficio del lector que podrá así disponer de los argumentos necesarios para formarse su propia

opinión respecto a temas en discusión. Estoy seguro que los autores sabrán perdonarme el atrevimiento. Justo es reconocer sin embargo que sus contribuciones han sido determinantes en la formación de mi propia opinión; he aprendido mucho de ellos y sin sus comentarios muchas de las ideas aquí recogidas no hubieran surgido o no hubieran merecido atención especial.

Creo no faltar a la verdad si afirmo que el núcleo fundamental de lo aquí expuesto goza del consenso unánime de todos los autores: la Unión Monetaria no sobrevivirá sin avanzar decididamente y sin mucha pausa hacia una auténtica unión bancaria, fiscal y económica que requerirá una cierta visualización política, sin avanzar hacia la integración federal europea. Podemos discutir y disentir de los detalles concretos, incluso del ritmo y de la intensidad de la integración necesaria, pero no del objetivo final y de la urgencia de una hoja de ruta, de un mapa final, que sirva para anclar las expectativas de los inversores internacionales, para recuperar su confianza y encauzar sus movimientos especulativos en ausencia de eso que hemos venido a llamar riesgo de redenominación, que no es otra cosa que el nuevo eufemismo de lo que siempre hemos llamado riesgo de devaluación o riesgo de tipo de cambio. Si no somos capaces de instalar firmemente la opinión de que la unión monetaria es permanente e irreversible, como se decía en el Tratado de Maastricht, el euro no sobrevivirá y Europa será un lugar mucho menos próspero, seguro y habitable.

Empezamos analizando el Banco Central Europeo y la necesidad de cambios en su actuación y procedimiento. Antonio Sáinz de Vicuña y Barroso<sup>10</sup> es un observador privilegiado y se muestra muy claro y directo, aunque su opinión que podríamos calificar de posibilista va contra corriente. La reforma de los Tratados aunque sea deseable y pueda resultar pertinente, no es ni necesaria ni conveniente. Europa ha avanzado mucho desarrollando e interpretando intelligen-

---

<sup>10</sup> Abogado General del BCE y Director General de su Servicio Jurídico.



temente los Tratados existentes por la vía de la legislación secundaria y una reforma de los Tratados es un proceso legal muy largo, complejo y de resultado incierto. El marco legal actual, con las dos reformas menores a efectos de la unión monetaria derivadas del Tratado de Niza (2001) y de Lisboa (2007), ha permitido según el autor amplísimas reformas normativas que han sido determinantes en la respuesta europea ante la crisis. Respuestas como la creación de las agencias europeas de regulación y supervisión de los mercados financieros, el robustecimiento del régimen de disciplina presupuestaria, la creación de la Junta Europea de Riesgos Sistémicos y finalmente, por decisión de junio 2012, la asignación al BCE de funciones específicas de supervisión micro-prudencial de las entidades de crédito del área euro, la creación de un Esquema Europeo de Garantía de Depósitos y de una Autoridad de Resolución de Entidades de Crédito.

Como no podía ser de otra manera, el autor hace una encendida y bien articulada defensa de la intervención del BCE en el mercado secundario de deuda. Lo cierto es que el artículo 18.1 del estatuto del BCE claramente le autoriza a intervenir en los mercados comprando o vendiendo valores para fines de política monetaria. Frente a ello se dice que el artículo 123 del Tratado prohíbe financiar a los Estados, pero al operar de manera autónoma y solo en los mercados secundarios, «el eurosistema solo opera con bancos, no se relaciona con los Estados. Y la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno en septiembre de 2012 creando un nuevo programa de intervención –las llamadas OMTs– refuerza esta pauta al condicionarlas a un compromiso del Estado emisor de la deuda con el Eurogrupo obligándose a adoptar las medidas precisas para restablecer un presupuesto en línea con el Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea, TFUE». Interesante argumentación que busca responder a la crítica ya señalada de que el BCE con las OMTs ha dado un paso peligroso al subordinar su actuación de política monetaria a la existencia de un acuerdo fiscal entre un país miembro y una autoridad europea.

Pero se trata de un punto que permanece controvertido, porque al margen de la lógica jurídica es difícil entender que si el BCE cree que está en peligro el mantenimiento de la unión monetaria, como sin duda se deducía de las palabras de su presidente Draghi este verano al anunciar esta nueva facilidad de intervención, pueda permanecer pasivo asistiendo a su implosión descontrolada porque no hay acuerdo fiscal. Porque en ese caso podría estar incumpliendo su propio mandato estatutario y sin duda el espíritu de las palabras del presidente al actuar, por omisión, condicionado por los gobiernos. Esta es, en esencia, la posición de muchos economistas, no solo españoles o italianos, que consideran que los diferenciales actuales, en torno a 400 puntos básicos, son insostenibles porque suponen una especie de muerte dulce por asfixia financiera del tejido industrial y productivo de las economías sometidas a esos costes financieros. Son los mismos economistas que están urgiendo al BCE a actuar ya, a utilizar el *arma de disuasión masiva* que suponen las OMTs para reducir los *spreads* a los niveles considerados objetivos de unos 200 p.b. Los mismos que urgen a los gobiernos español e italiano a pedir sin más dilación el llamado rescate, la activación de un programa de asistencia financiera del Mecanismo Europeo de Estabilidad. Los mismos finalmente que culpan al gobierno Merkel, personificado en su canciller, de tacañería, insolidaridad o cortedad de miras al anteponer sus intereses electorales al bienestar colectivo del área euro.

Lástima que las cosas no sean tan sencillas. Porque si, al contrario, el BCE ante el riesgo de implosión del área euro, se embarcara en un programa discrecional de compras de deuda para llevar los diferenciales a esos niveles razonables y sostenibles, estaría también en riesgo de incumplir su mandato estatutario de asegurar la estabilidad de la moneda común, y generando un inmenso riesgo moral, ¿qué incentivos tendrían los gobiernos para perseverar en ajustes impopulares y dolorosos si al final el BCE se asustaría y acudiría en su auxilio? Sobre todo si esas compras de deuda no van acompañadas de un programa fiscal que devuelva las cuentas públicas de



los países afectados a una senda sostenible. Condición de solvencia que obliga al BCE a prestar atención a las cuestiones fiscales, como cualquier otro banco central del mundo.

Sirva la discusión anterior para negar una falacia demasiado extendida, la supuesta excepcionalidad del Banco Central Europeo. No hay nada en los estatutos del BCE, ni en sus decisiones de política monetaria anteriores a la crisis, ni en su recurso a políticas no convencionales como respuesta a una crisis en la que ningún banco central se ha conformado con reducir los tipos de interés a niveles prácticamente cero, ni en su búsqueda de mecanismos ad-hoc para que el multiplicador monetario vuelva a funcionar, que lo haga excepcional. Lo que es diferente, muy diferente, insostenible, es el entorno en el que opera: en ausencia de una autoridad fiscal con la que entrar en un diálogo crítico y constructivo sobre la mezcla de políticas fiscal y monetaria a aplicar en cada momento del ciclo; en ausencia de un regulador y supervisor bancario con el que velar por la estabilidad de las entidades de crédito y del sistema financiero en su conjunto.

En definitiva, que la reforma más urgente del BCE no es tal sino la creación de interlocutores fiscales y supervisores europeos con el mismo carácter federal europeo que el propio banco central. Algo se está avanzando en esa dirección con la creciente institucionalización del Eurogrupo, con la entrada en funcionamiento del MEDE y con la reciente decisión de incluir el supervisor único en el seno del BCE. Pero queda mucho camino, legal y sobre todo político, para alcanzar un grado de madurez razonable en las relaciones de cooperación y diálogo entre instituciones europea de muy diferente rango legal y político.

Sáinz de Vicuña, a pesar de su señalada posición escéptica, expone con precisión en su artículo algunas de las reformas en los estatutos del BCE que podrían ser deseables en un escenario hipotético de acuerdo político para su reforma. Reformas de muy desigual importancia y urgencia que abarcan (i) la compleja nueva gobernanza de la supervisión, (ii) la ampliación del número de consejeros ejecutivos para restablecer el

equilibrio entre el centro federal y la periferia nacional, (iii) las mejoras en el procedimiento de designación de consejeros ejecutivos, (iv) la participación del presidente del Eurogrupo y no del Ecofin en el Consejo de Gobierno del BCE, (v) la capacidad del BCE para crear agencias especializadas para por ejemplo la anotación de bonos europeos o una fábrica de moneda y billetes del eurosistema y (vi) la capacidad para organizar la producción, transporte y logística de moneda fiduciaria y no solo la autorización de su emisión.

Obvio es que la más compleja e importante de estas reformas es la que afecta a la integración de la supervisión bancaria en el BCE, aunque no necesariamente la más difícil por lo que algunas significan de reparto de poder. Tres decisiones trascendentales han sido ya tomadas en la última cumbre: (1) la autoridad de supervisión se encuadra en el Banco Central Europeo como sucede en la mayoría de los países de la Europa del euro con la notable excepción de Alemania, pero no así en el mundo; (2) la estabilidad de precios no puede subordinarse a la estabilidad financiera y el conflicto de interés latente entre ambos objetivos se resuelve en condiciones normales creando un órgano de gobierno independiente del Consejo actual para las decisiones de supervisión. Pero en caso de conflicto, éste se reserva la última palabra al disponer de derecho de veto de las decisiones del consejo supervisor; y (3) los países de fuera del euro no solo no se verán sujetos a ese supervisor único, salvo que lo soliciten explícitamente acogiéndose a un procedimiento especial al efecto, sino que reciben garantías institucionales de que la Autoridad Bancaria Europea, con sede en Londres y a la que pertenecen todos los países de la Unión Europea, seguirá siendo el regulador fundamental bancario europeo pero no estará controlada automáticamente por el peso de los votos del BCE supervisor, sino que sus decisiones requieren una doble mayoría. Se trata de un tema que puede ser menor visto desde España, pero que era crucial para el Reino Unido y, dada la importancia de la plaza financiera de Londres, para la totalidad de los bancos europeos que corrían el riesgo de estar sujetos a dos legalidades diferentes. Es además un buen



ejemplo de un punto que con frecuencia olvidamos en el debate español, la Unión Monetaria es un ejercicio único, especialmente complejo, de integración económica que ha de resultar compatible con la legalidad y eficiencia del mercado único a escala de toda la Unión Europea. Y esa compatibilidad no puede ser solo temporal pues la pretensión fundacional de que todos los países de la Unión acabarán ineludiblemente adoptando la moneda común es hoy claramente una ilusión no realista. El coste de una necesaria mayor integración en la Euro Zona no puede ser, no debe ser, precipitar el abandono de la Unión de aquellos países que ni pertenecen ni previsiblemente querrán pertenecer al euro.

Quizás sorprenda que entre las reformas consideradas no se encuentre la posibilidad de completar el objetivo de inflación con el del empleo en línea con lo que ha hecho recientemente la Reserva Federal americana. Se trata de una profundización en la estrategia histórica del banco central norteamericano que desde siempre ha equiparado ambos objetivos y que a finales del año 2012 ha dado un paso más al formalizar cuantitativamente la meta de empleo a que la tasa de paro se sitúe por debajo del 7%. Una estrategia semejante es políticamente inconcebible en Europa por razones bien conocidas; no es seguro que fuera útil pues el problema del BCE estriba en la dificultad de articular una política monetaria única para un área tan heterogénea y sin suficiente movilidad interna, en la necesidad de hacer funcionar el multiplicador monetario; no hay acuerdo técnico al respecto pues muchos economistas recuerdan la famosa crítica de Lucas de utilizar un solo instrumento para múltiples objetivos contradictorios; y hay dudas operativas razonables sobre cómo podría aplicarse cuando las tasas de paro entre los distintos países del área euro varían en más de 15 puntos porcentuales. Copiar sin más no es una técnica política apropiada y las modas son en economía tan pasajeras como en la vida misma.

Target2 es el principal sistema de pagos de la Eurozona, un sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) propiedad de los bancos centrales del Eurosistema, como escriben Javier

Alonso y Carlos Conesa<sup>11</sup> por experiencia y oficio. Resultó muy pronto evidente que la implantación de la moneda única requeriría que la liquidez pudiera moverse libremente, con total rapidez y a bajo coste, en el área euro a fin de evitar que los tipos de interés interbancarios pudiesen diferir en las diversas zonas de la UEM por razones distintas de las derivadas del riesgo de crédito y de las propias estrategias bancarias privadas. Por eso ya en 1995 el Consejo del Instituto Monetario Europeo tomó la decisión de construir un sistema de pagos propio que pasó a denominarse Target, un sistema público de utilización voluntaria que operaría en competencia con otros sistemas privados existentes o que pudieran construirse en el futuro. Hasta 2008 operó como un sistema descentralizado por interconexión de los distintos sistemas nacionales, pero pronto resultó evidente que las entidades financieras demandaban una armonización total de servicios y precios que les permitiese una Tesorería realmente unificada y beneficiarse plenamente de las economías de escala de la integración europea. Nace así Target2 en mayo de ese año que aunque legalmente sigue siendo un sistema descentralizado –cada banco central nacional dispone de un SLBTR independiente– utiliza una plataforma técnica compartida y operada centralmente por los bancos centrales de Alemania, Italia y Francia en nombre del Eurosistema.

Target2 es obligatorio para las operaciones de política monetaria y para la liquidación de los sistemas netos de grandes pagos. Es además, por precio y seguridad, el canal habitual para realizar transferencias interbancarias de alto importe y para canalizar las transferencias urgentes de los clientes de los participantes. Al ser un sistema de liquidación bruta en tiempo real elimina virtualmente el riesgo de crédito de los participantes; sólo los bancos centrales soportan un cierto riesgo de crédito intradía al proporcionar liquidez, siempre colateralizada, a los participantes. En

---

<sup>11</sup> De la División de Análisis de Sistemas de Liquidación del Banco de España.



2011, el número de pagos no liquidados representó únicamente el 0,18% de las operaciones habiendo procesado unos 90 millones de operaciones por importe de 612 billones de euros. Target2 liquida una cantidad equivalente al Producto Interior Bruto de la Eurozona cada tres o cuatro días. El importe medio de un pago en Target2 es de 6,8 millones de euros, pero la mediana es solo de 12,000 euros. Las transacciones interbancarias suponen el 40% del tráfico pero el 94% de los importes procesados, siendo el resto operaciones de clientes.

A juicio de nuestros dos autores, el balance del sistema Target2 no deja lugar a dudas, «ha respondido con éxito al objetivo para el que fue creado... y la segmentación nacional del mercado interbancario del área euro que se está produciendo en la actualidad responde a razones ajenas al funcionamiento del sistema». Pero es indudable que la acumulación de saldos entre los bancos centrales nacionales y la persistencia de posiciones acreedoras en los países del núcleo y deudoras en los periféricos está tensionando el sistema de pagos hasta límites impensables. Hans Werner Sinn<sup>12</sup>, uno de los cinco sabios alemanes miembros del Consejo de Expertos de la Canciller, ha abierto el debate en Alemania al pedir públicamente al Bundesbank que obligue a provisionar esa posición deudora a los demás bancos centrales nacionales del Euro sistema. Todo un despropósito regulatorio que solo refleja su convicción personal de que el euro ha fracasado, nunca fue para él una buena idea, y bien haría el banco central alemán en empezar a reconocer las pérdidas.

Pero la realidad es muy otra. La Unión Monetaria en el sistema financiero privado lleva muchos meses en cuarentena. Los flujos monetarios se han renacionalizado y la financiación *cross-border* ha desaparecido o es una rareza. Los bancos europeos han utilizado la financiación de largo plazo recibida del Banco Central Europeo,

la llamada *LTRO*, exclusivamente para financiar a su Tesoro nacional en el caso de los periféricos con problemas de déficit público o para volver a depositarla en el propio BCE para asegurar el cumplimiento de los ratios de liquidez, en el caso de los países centrales. En los países sujetos a un programa de rescate de la Troika, los bancos europeos no nacionales utilizaron la liquidez oficial extraordinaria para vender sus tenencias de bonos y salir del país. Es normal, es casi obligado para cualquier gestor responsable, pero es un ejemplo de libro de texto de los problemas de acción colectiva que genera la Unión Monetaria. Sobre todo porque ese comportamiento no fue solo la respuesta racional de los gestores bancarios ante un posible «evento de crédito», sino que ha sido inducido, provocado, precipitado por sus propios reguladores nacionales. En una Unión Monetaria con tantos reguladores como países, el riesgo país no solo no desaparece ni se mitiga necesariamente, sino que puede incluso ser ampliado por la actuación protectora de cada regulador soberano sobre sus propios bancos nacionales. La preocupación fundamental, estatutaria, del Bundesbank no es salvar el euro sino asegurar la estabilidad de su sistema financiero, la solvencia de las entidades bancarias alemanas. Y por eso les induce a salir de Grecia o a vender deuda española. Es un comportamiento racional desde la perspectiva nacional, pero suicida desde la óptica de la Unión Monetaria. Sinn tiene razón, la Eurozona tiene un serio problema de incentivos incompatibles.

Cuando la única fuente real de liquidez del sistema en los países periféricos es el BCE, la posición deudora de por ejemplo el Banco de España con respecto al Bundesbank en el sistema europeo de bancos centrales, el llamado Target2, no deja de crecer y se interpreta unánimemente como indicador de vulnerabilidad en un círculo vicioso de desconfianza en la moneda única. Pero como escriben Alonso y Conesa, la persistencia de saldos significativos en las cuentas intra-sistema de los diferentes bancos centrales en Target2 reflejan el resultado histórico de su balanza de pagos. Son consecuencia de las operaciones de pago realizadas por las respectivas entidades par-

<sup>12</sup> Sinn and Wollmershaeuser, *Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, NBER WP N° 17626, Noviembre 2011.



ticipantes que se han visto obligadas a recurrir al préstamo del Eurosistema ante la desaparición del mercado interbancario transfronterizo. Lo que es más, «el riesgo que corre el Bundesbank por el saldo intra-eurosistema es análogo al riesgo habitual que corre el propio Bundesbank al realizar un préstamo de política monetaria en el ámbito local con una entidad de contrapartida alemana» y goza de las mismas garantías en términos de colateral. Si me permiten añadir una provocación clarificadora, nadie en Estados Unidos se preocupa por la posición deudora de la Reserva Federal de Nueva York respecto a la de Kansas, ni nadie se preocupaba en España por la posición acreedora de Galicia sobre Cataluña. Pero sí lo hacen en Alemania, Holanda, Finlandia sobre España o Italia y se lanzan declaraciones suicidas sobre la necesidad de provisionar esa exposición en una especie de profecía auto cumplida de locura colectiva. Esas cautelas solo reflejan desconfianza en el futuro de la moneda única, solo sirven para cuestionar su irreversibilidad. Quizás algunos quieran jugar a confundir deseos con realidades, porque si los europeos no tenemos la ideas claras, ¿quien va a confiar en nosotros? Afortunadamente, desde el verano la situación empieza a cambiar y nadie en el Bundesbank ha recogido el guante arrojado por este sabio enemigo del euro. El lanzamiento de la unión bancaria es una respuesta rotunda al citado problema de objetivos inconsistentes, porque desde su anuncio, sin necesidad de esperar a su funcionamiento efectivo, ya hay un regulador común que evita actuaciones autodestructivas de los bancos centrales nacionales y que obliga a considerar los saldos del Target2 como lo que son, la expresión de la libre circulación de capitales en la Eurozona y la evidencia de que existe un espacio monetario único que se va preservar.

Manuel Conthe es un analista especialmente cualificado para escribir de la reforma de los Tratados, no en vano participó en la negociación de Maastricht y puede aportar no solo la interpretación literal sino el espíritu de lo que allí se aprobó, la voluntad del legislador. Su descripción de los males específicos del euro subraya algunas debilidades menos conocidas, en particular la

ausencia de mecanismos colectivos eficaces que evitaran la acumulación de desequilibrios macroeconómicos y vulnerabilidades financieras, forzarán a sanear las cuentas públicas en época de bonanza y preservaran la capacidad de financiación de los Estados miembros durante las crisis. Son especialmente críticos sus comentarios sobre los condicionantes políticos de la negociación. Fue a insistencia alemana que el Tratado incluyó una cláusula de no corresponsabilidad por deudas nacionales, que «equivocadamente se dio en llamar *no bail-out*» pues implica que las deudas de un Estado no cuentan con garantía implícita de la Unión o de los demás Estados pero no impide a éstos acudir de forma voluntaria en su ayuda, y también que no se le atribuyeran al BCE funciones de supervisión bancaria, aunque se permitió que el Consejo de Ministros por unanimidad y previa consulta al propio BCE pueda hacerlo, como afortunadamente así ha sucedido casi veinte años después. Pero no todo lo hizo mal Alemania, pues siempre enfatizó que la unión monetaria no sería viable a largo plazo sin unión política y como prueba de su compromiso aceptó generosamente que imperase en los órganos de gobierno del BCE la regla de un miembro un voto<sup>13</sup>, en lo que puede interpretarse como su compromiso con la idea de una Europa Federal. Esta cesión ha tenido consecuencias trascendentales en el desarrollo de la crisis europea pues ha permitido al presidente Draghi aprobar el programa de compras de deuda, la OMT, con el voto en contra del Bundesbank.

Permítase una breve digresión española. Conthe afirma que «en perspectiva histórica parece claro que España no estaba preparada para entrar en el euro, a pesar de que en 1997 cumpliera los llamados criterios de convergencia». No quiero dejar de lado una afirmación que no

---

<sup>13</sup> Esta regla puede parecer una obviedad democrática pero no es habitual en las llamadas instituciones financieras multilaterales como el FMI, el Banco Mundial o el BID, que se rigen por el principio de «un dólar un voto». Tampoco es tan obvia pues otorga a un país como Malta la misma capacidad de decisión que a Alemania cuando su población, ya no su PNB, es casi 200 veces mayor.



comparto y que cuando el autor la desarrolla se está refiriendo a otra cosa, a la ausencia de flexibilidad necesaria, en la mayoría de las economías de la Eurozona no solo en la economía española, para adaptarse al corsé monetario que supone una unión con Alemania. Que Europa no es un área monetaria óptima es un lugar común, sabido desde sus inicios y bien que lo debatimos en el citado primer informe sobre el euro de esta Fundación de Estudios Financieros; que España esté más lejos de serlo con Alemania que Italia, Bélgica o incluso Francia es cuestión muy distinta. No parece ser el caso si juzgamos por la capacidad de respuesta a la crisis, por la rapidez en ajustar su balanza de pagos, sus costes laborales, sus reglas fiscales y sus esquemas de protección social. España sufrió, está sufriendo, una crisis típica de economía emergente cuando fija su tipo de cambio, una fuerte expansión inicial del crédito que provoca una etapa de crecimiento acelerado que acaba mal, en una burbuja que explota con elevados costes, si no se toman las medidas correctoras adecuadas. Que fallara la política fiscal al confundir renta transitoria del boom inmobiliario por ingresos fiscales permanentes; que fallara la política de supervisión y regulación financiera por una mezcla de pasividad, complacencia, compromisos políticos y ausencia de mecanismos de disciplina europeos; que fallara incluso por falta de coraje la política de reformas estructurales, no significa que España no estaba preparada para la Unión Monetaria.

Por esa misma lógica no lo estaba ningún país europeo y la UEM nunca se hubiera puesto en marcha, nunca debiera haberse aprobado. Pero la lógica de la construcción europea, que bien conoce nuestro autor, siempre ha consistido en «poner el carro antes de los bueyes», en forzar la necesidad. En los términos de los años noventa, se argumentaba que un área monetaria óptima era una cuestión endógena, que se hacía camino al andar, como se había hecho con la integración comercial provocando inmensos desplazamientos de tráfico comercial desde nuestros socios tradicionales con la integración en la Unión Europea en los ochenta. Y así está sucediendo esta vez con la integración financiera, con la unión ban-

caria, que a un ritmo desesperante, es cierto, y con un coste sin duda excesivamente elevado, está produciendo un nivel de integración económica, financiera y fiscal sin precedentes. Porque los alemanes tenían razón desde el principio, aunque en estos tiempos de exaltación nacionalista cueste reconocerlo, la unión monetaria es un camino con solo dos estaciones de llegada, el desastre o la integración política. Quizás los únicos que lo entendieron desde el principio fueron los británicos y por eso se quedaron al margen. Pero claro ellos todavía creen en la *Commonwealth* y están empezando a valorar los costes de su decisión.

Conthe subraya también una paradoja interesante: la respuesta ante la crisis ha discurrido por dos caminos paralelos, medidas de reforzamiento de la Unión económica y medidas de ajuste duro. En las primeras, polémicas en los países acreedores a los que les tocará pagar la factura de la mutualización, se ha avanzado más deprisa, quizás porque la lógica política y económica permite aplazarlas en el tiempo, separando la decisión de sus efectos. En las segundas, queda mucho camino por recorrer precisamente porque tienen un efecto inmediato y visible para los ciudadanos y el sistema político democrático se resiste<sup>14</sup>. Pero al final se muestra optimista, existen discrepancias comprensibles en un camino irreversible hacia la unión económica y política en Europa. Habrá unión bancaria, que solo será plena cuando el supervisor y la autoridad de resolución estén respaldados por una Fondo Europeo de Garantía de Depósitos; es probable que se cree la Autoridad Fiscal Única, paso previo porque el orden de los factores sí cambia el

---

<sup>14</sup> Un resultado nada sorprendente ni exclusivo de Europa, en contra de la opinión generalizada. Basta ver la saga del llamado precipicio fiscal americano para entender las dificultades de las democracias representativas para gestionar el ajuste de los países desarrollados ante el nuevo equilibrio mundial producto de la llegada de los países emergentes. Porque subyaciendo la crisis del euro o la crisis fiscal americana hay otra crisis más profunda, la necesaria redefinición del pacto social, del modelo de bienestar vigente en los países industrializados desde los años veinte y que ha sido cuestionado por su pérdida de competitividad en el contexto de la globalización.

producto, a la emisión de bonos de la Unión –tema en el que nos detendremos más adelante– pero todo requiere una nueva institucionalidad política que restaure la confianza perdida y no desmayar prematuramente en el esfuerzo de ajuste y reforma.

La Unión Fiscal se aborda en dos artículos distintos pero complementarios. José Manuel Campa<sup>15</sup> trata del camino hacia un Tesoro Europeo y Pedro Antonio Merino<sup>16</sup> de la necesaria adaptación de las reglas fiscales en la Unión Monetaria. El trabajo de Campa propone el Tesoro Europeo como un mecanismo necesario para la sostenibilidad de la Eurozona, la coordinación fiscal y en su caso la mutualización. Y lo hace desde una perspectiva funcional, no ideológica ni política. No se trata de compartir o no el proyecto federal europeo, evaluable desde múltiples ópticas complementarias e incluso contradictorias, sino sencillamente de constatar que «una mayor integración fiscal es absolutamente prioritaria para el funcionamiento de la unión monetaria». Prioridad que limita, y éste es un aspecto en mi opinión discutible aunque creo que lo hace por razones de oportunidad política, a la construcción de un instrumento de financiación del conjunto de la Eurozona y sobre el que el BCE tuviera la legitimación absoluta (legal y popular) para intervenir en su apoyo.

La Unión Monetaria Europea no es un sistema de tipos de cambio fijos y por lo tanto la mutualización fiscal de obligaciones dentro de la Eurozona es inherente a la moneda única desde su creación; está implícita en el reparto de costes y beneficios del BCE, lo que los economistas llamamos un coste cuasi-fiscal. La cuestión es por tanto cómo avanzar en esa mutualización y no tanto discutir de su conveniencia o compatibilidad con los Tratados, cuestión obvia que a menudo se olvida en un debate político que parece perseguir en demasía una vuelta atrás en el cami-

no andado. En los Estados con política monetaria propia existe un financiador de última instancia, su banco central, que está plenamente legitimado para aceptar en su balance deuda del Tesoro nacional, como han hecho, quizás en exceso, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra o el de Japón entre otros. En la UEM, el BCE parecía serlo de facto, pero su legitimidad se ha cuestionado con la crisis al discutirse la solvencia de los prestatarios públicos, de los instrumentos financieros existentes. Urge, por tanto, la construcción de un instrumento financiero que elimine las fuentes de esa desconfianza; no lo son y no lo pueden ser los distintos bonos soberanos de los Estados miembros porque al margen de su mayor o menor solvencia momentánea son instrumentos asimétricos que suponen una mutualización sesgada y contraproducente, *self-defeating*. Este es un punto central, la política monetaria común exige disponer de un activo instrumental. Hasta ahora venían siéndolo los bonos soberanos de los distintos Estados, pero ni son un activo único –los diferenciales no solo han aumentado más allá de toda racionalidad en una unión irreversible sino que son extremadamente volátiles con lo que el multiplicador monetario no funciona–, ni están exentos de riesgo, ni el BCE parece hoy plenamente legitimado para acumularlos en su balance.

Como queda dicho, este artículo adopta un enfoque más posibilista que analítico<sup>17</sup>, probablemente por la propia experiencia personal de su autor. Por ello limita la idea inicial de un Tesoro Europeo a la creación de ese activo financiero líquido y libre de riesgo; activo que ha de cumplir condiciones muy exigentes: (i) liquidez y profundidad suficiente, pues se trata del área monetaria más grande del mundo; (ii) disponer de referencias amplias en todos los tramos temporales; (iii)

<sup>15</sup> Profesor del IESE y Ex-secretario de Estado de Economía.

<sup>16</sup> Técnico Comercial y Economista del Estado. Economista Jefe de la Dirección de Estudios de Repsol.

<sup>17</sup> Un enfoque que no impide, sin embargo, que se pase revista a los cinco tipos de bonos europeos que han sido ya propuestos y han cobrado cierta atención en el debate europeo: las *eurobills* de Hewlwig y Philippon, los *bonos rojos y azules* de Delpla y Weizsäcker, el *fondo de redención de deuda* de los expertos alemanes, los *bonos seguros* de Brunnermeier et al., y el *Fondo de Estabilidad* de la Comisión Europea. Análisis que concluye afirmado que ninguno de ellos cumple todas las condiciones exigibles al instrumento financiero europeo.



negociado en mercados activos por lo que habrá de prestarse atención a la figura de los creadores de mercado; (iv) disponible en el corto plazo para la deuda existente y no sólo para la futura, pues es una condición necesaria de superación de la crisis; y (v) su emisión no puede estar sujeta a aprobación de los Parlamentos Nacionales sino que habrá de ser competencia exclusiva del Tesoro Europeo. Un Tesoro que no puede ser sustituido por las muchas instituciones europeas que ya emiten bonos –Banco Europeo de Inversiones, Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad o la propia Comisión– porque sus emisiones se justifican exclusivamente para la consecución de fines concretos y especializados y tienen un potencial de tamaño muy limitado. Coincido plenamente con Campa en que particularmente el MEDE, sobre el que muchos analistas tienen puestas grandes expectativas, no tiene el potencial de convertirse en el Tesoro emisor del activo europeo por excelencia. No sólo porque se trata de un instrumento de estabilización y ajuste estructural con emisiones acotadas y finalistas, sino fundamentalmente, en mi opinión, porque un mecanismo de gestión de crisis, una especie de Fondo Monetario Europeo, no tiene ni debería tener, ni tendrá nunca el *expertise*, la credibilidad y la legitimidad política para convertirse en el emisor corriente del instrumento de política monetaria del Área Euro.

Este enfoque que hemos llamado posibilista se traduce también en que el autor de este capítulo afirma rotundamente que «la función de captación de fondos para la gestión pública y el uso que se decida dar a los mismos, con ser una función esencial de la política fiscal, tiene ahora un carácter secundario porque disponer de ese activo europeo es la prioridad absoluta en la construcción del Tesoro Europeo». Pero esta afirmación no le impide analizar siquiera brevemente las fuentes de recursos de las emisiones de ese Tesoro europeo. Las opciones son tres: un impuesto europeo recaudado por una autoridad supranacional, por una Autoridad Tributaria europea, un impuesto coordinado y recaudado a nivel nacional, el IVA actual, o aportaciones tasa-

das de los presupuestos nacionales. Campa no se decide por ninguno de los tres sino que aboga por una solución de emergencia, eficaz y directa en el corto plazo, la prelación en los presupuestos nacionales del pago de los intereses y de la deuda que correspondan de la emisión conjunta de ese activo europeo, lo que de facto daría al comprador de este nuevo título el status de acreedor preferente frente a todos los Estados miembros del euro. Se trata de una solución original pero insuficiente a mi juicio porque no hace sino (i) aplazar el problema de la decisión política y tengo para mí que solo en épocas de crisis se toman decisiones trascendentales. Me temo que desaparecida la urgencia volveremos a las andadas, a la complacencia y la incapacidad para ponernos de acuerdo; (ii) no dota de la credibilidad necesaria al bono europeo porque quién y cómo garantizar que en momentos de riesgo de ruptura, pues de eso precisamente se trata, esa prelación no pueda ser alterada por el mismo Parlamento Nacional que la aprobó; (3) garantiza una elevada litigiosidad porque puestos a ejercer el derecho de cobro ¿contra qué gobierno lo haríamos primero? y ¿por qué iba a aceptar ese gobierno hacer frente a esa presunta obligación y no entrar en una interminable discusión con sus socios europeos?

El artículo estudia también el posible destino de los fondos captados por el nuevo Tesoro Europeo. De entre todas las alternativas posibles, que van desde la financiación mediante reparto acordado previamente de los presupuestos nacionales al uso de ese dinero para la gestión de la unión monetaria y financiera, Campa se inclina por la construcción de fondos contingentes comunes que apoyen la unión bancaria y que actúen como estabilizadores fiscales automáticos. Utilizar los recursos derivados de la puesta en circulación de un nuevo activo europeo líquido y sin riesgo, necesario para la política monetaria única, como elemento de creación de un fondo permanente de estabilización parece una idea razonable que acercaría sin duda la UEM a un área monetaria óptima.

Tengo para mí que uno de los grandes males de Europa es precisamente la falta de decisión para abordar los problemas cuando se producen.



Esa es también la opinión de la mayoría de los observadores internacionales y de los inversores. Campa ha definido muy bien el problema. Pero hay que darle una solución definitiva. Ya hemos perdido mucho tiempo, y agravado y prolongado la crisis, intentando ganar tiempo. Construir un Tesoro Europeo es, me temo, mucho más que poner en circulación un activo europeo seguro y libre de riesgo, con ser esto complejo y urgente. Y no veo cómo se puede evitar entrar a decidir cómo se va a financiar, qué competencias va a tener y bajo que autoridad europea se establece, sin hablar de cómo avanzar en la Unión Fiscal.

He escrito varias veces<sup>18</sup> que una Unión Fiscal no implica plena armonización tributaria sino sencillamente evitar e internalizar las externalidades, positivas y negativas, que se producen dentro de la misma Unión por el uso legítimo que los distintos países hacen de su soberanía no transferida. En sentido estricto, una Unión Fiscal requiere tres cosas: reglas de comportamiento, mecanismos de decisión en caso de incumplimiento y una administración que las implemente. Pese a su aparente conflictividad, la fijación de las reglas de comportamiento es la parte técnicamente más sencilla. Bastaría con normas sencillas ex ante sobre déficit, deuda y gasto nominal. Lo demás puede y debe seguir siendo competencia de los gobiernos nacionales y una forma legítima de competir estratégicamente con su mezcla nacional de bienes públicos y privados en un área con libertad de movimiento de capitales y trabajadores. De normas y su cumplimiento hablaremos a continuación, pero antes unas palabras sobre la Administración Fiscal Europea. La crisis griega ha puesto de manifiesto la imposibilidad de continuar operando una unión monetaria sin información fiscal fiable y en tiempo real. La respuesta oficial ha consistido en establecer mecanismos extraordinarios de información y reporte fiscal en los países sujetos a programa. Pero una unión económica duradera no puede construirse sobre mecanismos excepcionales para socios bajo

---

<sup>18</sup> La última en el artículo de Noviembre 2012 citado al inicio de este resumen ejecutivo.

sospecha, sino sobre mecanismo permanentes. No veo alternativa a crear el embrión de una administración fiscal europea, con la capacidad de inspección todo lo tasada que se quiera pero con la capacidad de consultar e intervenir los libros nacionales. La experiencia de la supervisión fiscal en el área euro ha dejado mucho que desear y los mecanismos actuales, aunque reforzados con la entrada en vigor del nuevo pacto fiscal, son insuficientes. Esta y no otra sería la función primordial del mal llamado súper Comisario Europeo de Hacienda<sup>19</sup>.

Antonio Merino analiza las reglas fiscales desde una triple perspectiva: analítica, pasando revista a la literatura académica al respecto, descriptiva, mediante la exposición de las diferentes reglas que la Unión Europea, con más o menos éxito, se ha venido dando a sí misma, y finalmente propositiva, al decantarse por una solución hamiltoniana<sup>20</sup> por la que una autoridad central europea asumiría finalmente, total o parcialmente, la deuda de los Estados miembros. Las reglas fiscales surgen al objeto de dotar de credibilidad a la política fiscal más allá del ciclo político. Eran en su origen típicas de las economías emergentes cuyos débiles marcos institucionales las hacían presa fácil de ciclos especulativos coincidiendo con los períodos electorales. Pero en la Unión Monetaria Europea, por sus propias características fundacionales, «cumplen una función radicalmente distinta, evitar que las políticas fiscales, que siguen siendo nacionales, impidan un correcto funcionamiento de la política monetaria única». Son en cierta medida un sustituto necesario de la ausencia de un Tesoro Europeo y podría argumentarse que desaparecerían con él<sup>21</sup>.

---

<sup>19</sup> Mal llamado súper Comisario porque al tener solo competencias sobre los países de la Eurozona no podría ser comisario de la Unión sino que tendría que estar adscrito al Eurogrupo.

<sup>20</sup> Por analogía a lo que hicieron los Estados Unidos en 1790 cuando, tras la guerra de secesión, el primer secretario del Tesoro de la Unión, Alexander Hamilton, decidiera asumir toda la deuda de los Estados Federados.

<sup>21</sup> Supuesto extremo en el caso de que la integración política alcanzara tal magnitud que desaparecieran las externalidades propias de las políticas nacionales, lo que en una federación de países soberanos, como es a lo que parece aspirar la Eurozona, es poco realista.



Una regla fiscal impone una restricción de largo plazo sobre uno o varios agregados presupuestarios –saldo total, gasto nominal, porcentaje de ingresos sobre el PIB, stock de deuda, entre otros– a los que impone un límite cuantitativo. Con el paso del tiempo las reglas se han ido haciendo más complejas y tratan de compaginar los objetivos de sostenibilidad y estabilidad de las cuentas públicas, los objetivos iniciales, con la búsqueda de flexibilidad para responder a shocks de distinta naturaleza. Esta evolución se refleja en la definición de metas estructurales más que nominales. Ejemplo de ello es la propia evolución de la regla europea, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento definido inicialmente en términos absolutos, el famoso déficit del 3% del PIB, y revisado luego en el Pacto de Estabilidad, Convergencia y Gobernanza Europea que obliga a mantener el déficit estructural de las cuentas públicas por debajo del 0,5% del PIB. Evolución, hay que reconocerlo, que está en la línea de las recientes aportaciones doctrinales del Fondo Monetario Internacional.

Soy manifiestamente y rotundamente contrario a esta evolución por razones que he expuesto reiteradamente<sup>22</sup>, pero me temo que es una bata-

lla lamentablemente perdida. Solo queda pedir a los responsables políticos, y a los economistas que les asesoran, que reduzcan el grado de discrecionalidad en la aplicación de estas reglas estructurales mediante una definición precisa de las mismas. Es urgente un protocolo de medición del déficit estructural; soy plenamente consciente de que no será sino una convención europea más, similar a las convenciones contables que han servido para definir el capital principal en Basilea III o en la EBA. No hay una definición única ni aceptada unánimemente del déficit público estructural, no la puede haber porque es en sí mismo un concepto gelatinoso, pero tiene que haber una definición legal europea, precisa y sin ambigüedad, que permita a cualquier observador informado conocerlo y calcularlo para todo país de la Eurozona sin esperar a que lo proclame la Comisión o el Eurogrupo. La transparencia de la regla fiscal es tan importante como la propia regla. No se trata de hacer ciencia económica sino de tener una política fiscal europea conocida y previsible, y de dotar de legalidad y legitimidad a la autoridad política, supranacional o multinacional que ese es otro gran tema, encargada de aplicarla.

En unos pocos años, las reglas fiscales han pasado de ser un concepto esotérico a un lugar común. Nadie discute ya su necesidad para garantizar un correcto funcionamiento de la unión monetaria europea y se ha pasado a debatir sobre sus detalles técnicos. Es una prueba de madurez del proyecto europeo, como lo es que desde el verano del 2012 se les haya dotado de un mayor grado de legalidad mediante su incorporación a las Constituciones nacionales o a normas orgánicas de igual rango al objeto, simple-

---

<sup>22</sup> Tanto en el primer informe de esta Fundación sobre el euro en 2011 como en mi estudio citado de 2012 he expuesto mis argumentos a favor del enfoque que los anglosajones llaman *kiss*, «*keep it simple sweetie*», razones que se resumen en evitar la discrecionalidad política y la falta de legitimidad en una cuestión tan polémica e impopular como la imposición de restricciones y potenciales sanciones a la soberanía fiscal de los Parlamentos Nacionales. Para los interesados les dejo con una larga cita propia, «La última tendencia europea, apoyada nada sorprendentemente en los trabajos del FMI bajo la dirección académica de Blanchard, es ir hacia normas de déficit estructural que tengan en cuenta el comportamiento cíclico de las economías y permitan el uso de la política fiscal más allá de los estabilizadores automáticos. Es un error repetido y manifiesto, un ejemplo del desconocimiento de los fundamentos de la economía política y del gusto burocrático por el arbitrio ilustrado. Fue precisamente esa filosofía política la que se cargó el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2003 ante los incumplimientos de Francia y Alemania. Siempre habrá buenos economistas, y mejores políticos, dispuestos a justificar cualquier déficit por una buena causa. Reglas complejas, de difícil y no lineal interpretación, solo suponen ampliar el margen de negociación política y erosionar la legitimidad europea, porque abrirán sin duda tensiones discriminatorias entre los distintos países y acusaciones de trato desigual. Ya lo estamos viendo. Pero es que hay además razones puramente técnicas en contra de las

---

reglas cíclicas. Expresado con rotundidad, los potenciales inversores globales, llamados en última instancia a financiar esos déficits, pueden no ser partidarios de esos mismos ciclos. Lo que hay que financiar es el déficit corriente, no el ajustado en el ciclo, y éste puede ser excesivo para la disponibilidad y apetito por el riesgo de los inversores, ¡qué se lo digan a España o Portugal hoy! Si son coherentes, los partidarios de reglas cíclicas deberían estar defendiendo el incremento de los niveles de deuda pública en los distintos países europeos y sin duda la puesta en funcionamiento inmediata de los eurobonos», F. Fernández, op.cit., 2012.



mente y no es poco, de elevar el coste político de incumplirlas. La nueva legalidad europea que ha surgido como respuesta a la crisis incorpora además: (i) un procedimiento de ejecución de la regla acordada, el llamado procedimiento de déficit excesivo y la regla de decisión por mayoría inversa; (ii) un mecanismo de supervisión externa al propio gobierno nacional mediante la creación de Consejos Fiscales independientes y la participación última del Parlamento Europeo; y (iii) mecanismos de corrección automática, protocolos de actuación que se activan automáticamente en caso de incumplimiento, para evitar disputas políticas ad-hoc. Se trata de una evolución muy positiva, pero, como concluye contundentemente Merino, y comparto solo parcialmente, «se necesita una aproximación federal que cree un brazo ejecutivo central con capacidad de imponer impuestos y asumir una función de estabilización ante shocks».

Estoy de acuerdo en que la Eurozona necesita una función de estabilización central, federal, máxime porque en otras uniones monetarias, notablemente los Estados Unidos de América, esa función estabilizadora se comparte entre el presupuesto federal y las migraciones internas, factor equilibrador este último que por razones obvias nunca puede aspirar a jugar en Europa un papel ni remotamente aproximado. Pero no veo que esa función exija la facultad de imponer impuestos. Pienso que es más que suficiente con que ese poder federal tenga la facultad indiscutida de fijar el techo de gasto nominal, de déficit corriente y de deuda pública de cada país. Facultad indiscutida y no sujeta a negociación ad-hoc para todos los estados Miembros, y no solo con carácter excepcional para los sujetos transitoriamente a un procedimiento de déficit excesivo. Pero no la capacidad de imponer impuestos, precisamente porque en una Federación de Estados Soberanos como aspira a ser la Eurozona, los gobiernos nacionales han de mantener su capacidad para elegir la combinación de ingresos y gastos públicos que, más allá de unos mínimos comunes, se ajuste a sus preferencias y a las de sus electores.

No veo ninguna necesidad, como afirma el autor de este capítulo, de igualar los niveles de

protección social o los grados de flexibilidad de sus mercados laborales. No hay, primero, ninguna posibilidad real de que así sea y no deberíamos continuar alimentando la tentación recurrente de prometer para luego no cumplir. Pero tampoco hay ninguna necesidad técnica, la Unión Monetaria Europea puede funcionar perfectamente con diferencias nacionales, es más creo que sólo puede funcionar correctamente con diferencias nacionales de ingresos y gastos públicos, precisamente porque las estructuras económicas de los distintos países son muy diferentes y no se improvisan ni modifican a golpe de voluntarismo europeísta. Es lo que he venido a llamar arbitristo europeo que supone, en mi opinión, un obstáculo tan grave a la necesaria integración europea como el de los euroescépticos. Porque digámoslo sin ambages, una economía de servicios como la española no puede competir internacionalmente con los mismos esquemas y tipos impositivos que una economía industrial como Alemania. Y por mucho que se empeñen nuestros queridos y bienintencionados arbitristas, España no será una potencia industrial semejante en décadas y desde luego no lo será sin copiar muchas otras cosas de Alemania antes que su sistema financiero –caro, ineficiente y poco competitivo–, sus esquemas tributarios –que penalizan el consumo y el gasto doméstico–, o su modelo de cogestión empresarial –de discutible eficacia y oportunidad para la flexibilidad productiva requerida en la etapa de la globalización económica–. Pero animo al lector a que lea el artículo de Merino y saque sus propias conclusiones en un tema central, en eso sí estamos de acuerdo, para el futuro de Europa.

Los dos últimos artículos de este informe tratan de la unión bancaria desde perspectivas muy diferentes. Francisco Uría<sup>23</sup> analiza la supervisión y resolución bancaria europea como un objeto en movimiento, un proceso en construcción que parece estar próximo a su diseño final. José Guardo y María Luisa Alonso<sup>24</sup> se centran en los

---

<sup>23</sup> Abogado del Estado en excedencia y socio responsable del sector financiero en KPMG.

<sup>24</sup> De Clifford Chance.



aspectos privados de la nueva regulación bancaria europea y en concreto de los cambios en los derechos de acreedores y accionistas como consecuencia del nuevo marco de intervención, reestructuración y liquidación de las entidades de crédito incorporado de facto en el Memorandum de Entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera suscrito por España con el Eurogrupo el 20 de julio de 2012 que ha inspirado la ley 9/2012 del 14 de noviembre.

El artículo de Uría repasa los avances en el proceso de integración financiera en el área euro desde que estalló la crisis financiera y concluye que se han producido movimientos significativos, evidentes ya desde 2009, pero que es a partir del verano de 2012 cuando se genera un verdadero cambio de opinión entre los líderes europeos hacia la unión bancaria, valoración general que comparto plenamente. Proceso de unificación que sufrirá, ha sufrido ya, los retrasos inevitables en la construcción europea, pero que supone un cambio radical y muy beneficioso para la sostenibilidad de la propia Unión Monetaria aunque pueda suponer para España un problema temporal de financiación de su reestructuración bancaria. «Han surgido nuevas instituciones encargadas de la supervisión macro y micro prudencial... un paso decisivo para la construcción de un auténtico sector financiero europeo,... instituciones sin las que los bancos europeos no podrán competir de forma eficaz con los grandes bancos internacionales y... significarán un gran avance para la construcción de un auténtico mercado único de servicios financieros».

Proceso en el que, en opinión del autor, la Comisión Europea, pese a todas las críticas recibidas, ha mostrado un gran coraje político y una elevada capacidad técnica poniendo sobre la mesa propuestas concretas que se han convertido no solo en la hoja de ruta de la unión bancaria sino que, en muchas ocasiones, se han adelantado a las esperadas presiones políticas y han robado la iniciativa a los líderes nacionales. Opinión que es todo un espaldarazo a la Comisión, pero que sobre todo supone una apuesta decidida a favor del proceso comunitario y en defensa de las autoridades supranacionales pese a la evidente tenta-

ción interestatal que anima a muchos gobiernos. Con esta afirmación Uría toma partido por un debate político latente en todas las discusiones técnicas, aparentemente muy complejas y para iniciados, del proceso de integración, la necesidad de reforzar el proceso comunitario todo lo posible y de evitar la tentación de acudir en exceso a nuevos acuerdos internacionales dentro de la Unión Europea. Una opinión nada inocua que subyace a todo este estudio y creo comparten sin problema todos los demás autores.

El autor de este capítulo empieza recordando los pasos dados a escala europea en la prevención y resolución de crisis bancarias, desde la creación de un Sistema Europeo de Supervisores Financieros (ESFS) a la constitución de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB)<sup>25</sup> para concluir que en el tema que nos ocupa, la Autoridad Bancaria ó EBA, que tanto por los medios de todo tipo que le fueron confiados, como por la propia naturaleza de sus funciones, nunca se pensó para ir más allá de un instrumento de coordinación entre los supervisores nacionales. Un instrumento un poco más perfeccionado, permanente y no oportunista como los existentes colegios de supervisores para los bancos transnacionales, que permitía superar los problemas de confidencialidad en el intercambio de información. Pero el sistema continuaba descansando en el mantenimiento de las competencias de los reguladores nacionales.

Una de las tareas básicas asignadas a la EBA era la de avanzar en el establecimiento de una práctica supervisora única, el llamado *Single Rule Book*, en toda la Unión Europea y no solo en la UEM. Curiosa tarea cuando en paralelo, y con fuerte protagonismo europeo, el G-20 había asignado al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea la elaboración de esos mismos principios a escala mundial; encargo que ha dado origen al documento sometido a consulta en diciembre

---

<sup>25</sup> Aprobados por Reglamento (UE) n.º 109, 2010, del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre y que crea las llamadas tres ESAs, la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Seguros.



2011 «Principios Básicos para una Supervisión Eficaz». El autor subraya, con razón, la importancia de algunas lecciones de este documento para el modelo supervisor europeo; cuestiones como el tratamiento de los bancos sistémicos, la perspectiva macrosistémica, las facilidades de recuperación y las medidas de resolución o las cuestiones de buen gobierno corporativo. Pero no es menos cierto en mi opinión que este doble proceso refleja un riesgo latente y no siempre bien tratado en Europa: la necesidad de avanzar en paralelo en la integración europea y en la coordinación internacional en materia de regulación y supervisión bancaria y la necesidad de evitar un contraproducente choque de trenes potencial entre dos regulaciones *fuertes*, la norteamericana y la europea común. Es la vieja tentación de la Europea Fortaleza que no desaparece nunca.

Pero la unión bancaria es mucho más que una cultura y una práctica supervisora común. Hoy es lugar común que implica tres cosas<sup>26</sup>: un supervisor bancario europeo único, un mecanismo de reestructuración y liquidación, que ahora llamamos resolución en la más suave terminología anglosajona, y un Esquema Europeo de Garantía de Depósitos. En materia supervisora poco tiempo, en términos relativos, ha tardado la Eurozona en darse cuenta que su enfoque original basado en la coordinación creciente entre autoridades nacionales estaba condenado al fracaso y ha sido sustituido por una aproximación federal, otorgando al BCE competencias específicas de supervisión, reconociendo el hecho incuestionable de que sólo el BCE dispone de un esquema institucional capacitado para soportar con éxito una rápida transición hacia una autoridad europea única de supervisión bancaria<sup>27</sup>. Aproxima-

ción federal en el seno de la Eurozona, con el BCE como epicentro, que ha de ser compatible con que el resto de los sistemas bancarios de la Unión Europea, y muy notablemente el británico por razones obvias, se encuentren cómodos para garantizar el Mercado Financiero Único y con la separación de las funciones de política monetaria y de supervisión en el seno del nuevo BCE. Esquema que será financiado con una futura tasa europea sobre las entidades de crédito para retribuir las actividades de supervisión.

Mucho se ha comentado que la puesta en marcha del supervisor único no tenga lugar hasta bien entrado 2014 y también una cierta delimitación restrictiva del mismo que, como se describe en el artículo que estamos comentando excluye a buena parte del sistema bancario alemán. Para Uría se trata de debates en cierta medida superficiales pues, una vez funcionando, el peso del supervisor europeo se acabará imponiendo por sí mismo y en cualquier caso las entidades puramente locales siempre quedarán supervisadas localmente. Ciertamente, pero esa no es, en mi opinión, la cuestión relevante, sino quién decide en última instancia, quién aplica los criterios comunes y quién interpreta las posibles discrepancias, tanto entre la entidad y el supervisor como entre el supervisor local y el europeo. No es irrelevante, ni menor en mi opinión, que el procedimiento europeo finalmente aprobado excluya cualquier posibilidad de *regulatory forbearance*, de benignidad regulatoria para determinadas instituciones nacionales, como sin duda hemos visto en exceso en los distintos episodios de esta crisis.

En el ámbito de los procedimientos de prevención, gestión y resolución de crisis, se ha avanzado en dos direcciones claramente complementarias. Por un lado, la Comisión Europea presentó el 6 de junio de 2012 una Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y el Consejo estableciendo un marco para el rescate y resolu-

<sup>26</sup> Lo es sin duda tras el documento citado de junio 2012 la Comisión Europea y el acuerdo del Eurogrupo de ese mismo mes, pero no lo era en absoluto cuando se propuso en Fernández y Navarrete (2009), *La Reforma del Sistema Financiero Internacional*, Faes, Madrid o incluso en diciembre 2011 cuando la Fundación de Estudios Financieros publicó su primer informe sobre el euro.

<sup>27</sup> Un reconocimiento que no ha sido unánime pues es bien conocida la reticencia del Bundesbank, entre otras cosas porque en su diseño nacional no dispone de esa facultad supervisora que reside en otra institución federal, la Bafin.

Sorprende más, sin embargo, que todavía hoy siga su presidente discutiendo la base legal para otorgar al BCE dicha facultad sin modificar el Tratado de Maastricht. Y sorprende porque esa base legal es incuestionable como ha quedado ya señalado en los artículos de Sáinz de Vicuña y Conthe.



ción de entidades de crédito y empresas de inversión<sup>28</sup> y por otro se ha producido la firma del Memorándum de Entendimiento entre el gobierno español y el Eurogrupo para la recapitalización del sistema bancario español que en la práctica supone una aplicación *extra-temprana* de ese proyecto de directiva. Ambos documentos son bien conocidos y han sido analizados exhaustivamente<sup>29</sup>. A los efectos de este informe, Francisco Uría subraya que (i) establecen un procedimiento administrativo de resolución de bancos alternativo al procedimiento mercantil ordinario, (ii) confieren poderes extraordinarios a las autoridades de resolución bancaria para que no puedan verse bloqueadas por los administradores ordinarios de los bancos en resolución, y (iii) definen un procedimiento de reparto de costes entre accionistas y acreedores, el famoso *burden-sharing*, que intenta compatibilizar dos objetivos difícilmente compatibles: proteger los derechos de los inversores y minimizar el coste para el contribuyente. Procedimiento polémico sin duda, largamente reclamado por organismos internacionales como el FMI y que supone toda una novedad europea, un salto cualitativo hacia la unión bancaria al constituir un auténtico esquema federal europeo de resolución de crisis que sin duda conducirá a la mutualización del coste de eventuales reestructuraciones bancarias entre todos los contribuyentes europeos.

Cuestión aparte, y sin duda especialmente importante para España, es si la aplicación desde ya de ese nuevo procedimiento supondrá, cuando entre formalmente en vigor, la mutualización de la deuda bancaria española, la asunción por parte de la nueva Autoridad de Resolución del coste de la recapitalización del sistema bancario español realizada a lo largo del segundo semestre

de 2012. Ha habido al respecto tomas de posición múltiples y contradictorias de los distintos agentes, desde los gobiernos nacionales a las propias instancias comunitarias, pero no me cabe ninguna duda de que tanto argumentos de justicia –cómo es posible que el que manda no pague– como de eficacia –qué sentido tiene poner en marcha un procedimiento europeo que no se aplica sino cuando ya se ha roto la Unión Monetaria– lo harán inevitable. Ya lo decíamos en el primer informe cuando afirmábamos que algún tipo de puesta en común europea del riesgo bancario iba a ser finalmente necesaria para solucionar la actual crisis del euro. Seguimos pensando lo mismo y los hechos han venido a darnos la razón, por ejemplo con la reestructuración de la deuda griega en manos de acreedores oficiales, públicos, y la asunción solidaria del coste por parte del contribuyente europeo.

La tercera pata de la unión bancaria, y en la que claramente menos se ha avanzado es en la creación de un Esquema Europeo de Garantía de Depósitos Bancarios. Es más parece haberse retrocedido desde la posición inicial del Eurogrupo en junio, cuando la puesta en marcha de ese seguro europeo aparecía en la resolución como un componente necesario de la unión bancaria, hasta el Consejo de diciembre en el que toda referencia ha desaparecido. Aunque Uría no lo dice así, creo que compartiría mi tesis de que se trata de una retirada táctica motivada por las conocidas presiones electorales a las que no son ajenos países centrales de la Eurozona. Pues estoy convencido de que es un elemento central necesario de la supervivencia de la Unión Monetaria<sup>30</sup>. Sin él, los controles de capitales dentro de la Eurozona serán inevitables, las divergencias en los saldos del Target2 potencialmente explosivos y la ruptura unilateral de algún gobierno de sus compromisos europeos

---

<sup>28</sup> Propuesta de Directiva en la que se enmarca el Real decreto Ley 24/2012 de 31 de agosto de Resolución y Reestructuración Bancaria y la Ley subsiguiente 9/2012 del 14 de noviembre.

<sup>29</sup> Ver en particular, *The Financial Sector Adjustment Programme for Spain*, en *European Economy, Occasional Paper 118*, Octubre 2012, y *Spain: Financial Sector Reform-First Progress Report*, IMF Country Report N° 12/318, Noviembre 2012

---

<sup>30</sup> No es éste el lugar de exponer en detalle los argumentos que justifican la necesidad de un Fondo Europeo de Garantía de Depósitos Bancarios. Remito al lector interesado a mi estudio reciente, citado anteriormente como Fernández 2012, que trata exhaustivamente esta cuestión y hace propuestas concretas de cómo y qué implantar.



ineludible. Como es un escenario trágico por un tema menor, una vez que se ha avanzado tanto en todo lo demás, me parece más bien un aplazamiento simbólico, un olvido diplomático. ¿Porque, qué sentido tiene negarse a poner en común el riesgo bancario una vez que con la unión fiscal se ha mutualizado el riesgo fiscal puro, el del contribuyente, y con el supervisor único el llamado riesgo cuasi-fiscal implícito en las pérdidas de los bancos centrales?

El último artículo de este informe trata de acercar al público no formado en Derecho las consecuencias producidas por las acciones legislativas encaminadas a una mayor integración financiera europea en el ámbito de las relaciones entre ciudadanos privados. Nos parecía importante en este segundo informe ir un paso más allá del análisis de los aspectos macroeconómicos de la crisis y de la unión bancaria y tratar también de sus implicaciones para accionistas, acreedores y deudores privados. Los autores de este capítulo, Guardo y Alonso, no se andan por las ramas. La nueva legislación europea define un régimen de intervención de las entidades de crédito que «supone en la práctica la privación a los acreedores de estas sociedades mercantiles de las protecciones y derechos atribuidos a los mismos por la ley concursal al tiempo que consagra una serie de facultades exorbitantes para los poderes públicos en detrimento de los derechos de los accionistas, administradores, tenedores de instrumentos híbridos y otras contrapartes de estas entidades». Un juicio sin duda polémico que hay que contraponer al deseo de las autoridades de evitar las crisis sistémicas y la necesidad de los Estados de disponer de instrumentos eficaces que les permitan prevenirlas y solucionarlas a tiempo y al menor coste posible para el contribuyente, el verdadero prestamista de última instancia. Si la legislación europea en ciernes ha alcanzado un equilibrio justo es materia difícil y discutible; la opinión de estos dos autores no coincide con la mía, quizás por enfocar el tema desde perspectivas analíticas y profesionales muy diferentes. Es razonable pensar, y en eso coincidimos, que en el proceso de aprobación de la directiva propues-

ta<sup>31</sup>, muchas de las cuestiones planteadas en este artículo obtengan una respuesta más elaborada.

El RDL 24/2012 y la posterior Ley 9/2012, que repetimos una vez más suponen una trasposición *extra-temprana* de la propuesta de Directiva europea en línea con las recomendaciones del Comité de Basilea y los informes de Estabilidad Financiera del FMI, definen tres tipos de actuación en materia de crisis bancarias: actuación preventiva temprana, reestructuración y resolución –liquidación– de las entidades de crédito. La primera actuación posible se justifica cuando existe en el supervisor la previsión razonable de que la entidad no pueda cumplir con los requerimientos de solvencia, liquidez, estructura organizativa o control interno pero podría llegar a hacerlo sin contar con fondos públicos. Supone una verdadera novedad y concede gran discrecionalidad al supervisor, pues le autoriza de facto a intervenir una entidad y a restringir ciertos comportamientos como el reparto de dividendos o las remuneraciones a sus directivos y administradores, aun cuando ésta cumpla formalmente en un momento determinado con los requisitos regulatorios en vigor. La razón última es evidente, más vale prevenir que lamentar; su argumentación técnica impecable, extender al campo de la supervisión un hecho establecido en teoría monetaria, la mejor política es siempre preventiva, pues si algo hemos aprendido de esta crisis es que actitudes excesivamente complacientes del regulador han aumentado el coste de la crisis y retrasado su salida; y su justificación política es también obvia, el ciudadano tiene la sensación de que ha pagado un coste excesivo del saneamiento bancario por la pasividad de los poderes públicos y su captura

---

<sup>31</sup> Propuesta de Directiva del parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 77/91 CEE y 82/891/CE del Consejo, las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE y 2011/35/CE y el Reglamento (UE) n° 1093/2010. Para un lego, la simple enumeración de las normativas a modificar es ya un claro indicador de que el proceso de parches sucesivos había alcanzado proporciones insoportables, y probablemente incomprensibles, y era, es, urgente repensar sistemáticamente el tema y definir un nuevo consenso europeo. Más aún a la luz de las lecciones de la crisis, tanto académicas como políticas.



por el sector. Pero habrá que estar muy atentos al uso y a las limitaciones de esa discrecionalidad; una discrecionalidad inevitable y conveniente que vengo reclamando desde 2009 pero que ha de venir acompañada de un adecuado tratamiento de las facultades, responsabilidades y protección jurídica del regulador.

El capítulo de Guardo y Alonso se centra en las otras dos actuaciones posibles, reestructuración y resolución, y en concreto en poner de manifiesto las diferencias entre estos procedimientos y el proceso concursal contenido en la Ley 22/2003 de 9 de julio. La Directiva europea consagra que el reparto de las pérdidas debe regirse por dos principios: asignarse primero a accionistas y en segundo lugar a acreedores, y que acreedores de la misma categoría pueden ser tratados de forma desigual si está justificado por razones de interés público, lo que en opinión de los autores es incompatible con la *pars conditio creditorum* que vertebraba la legislación concursal española. Pero es más, si las diferencias a nivel de principios son importantes, más aún lo son las diferencias materiales; mientras el proceso concursal se halla bajo tutela judicial los procesos de reestructuración y resolución son procedimientos administrativos en los que la norma atribuye un conjunto de competencias de altísima incidencia al Banco de España (BdE) y al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) que solo son recurribles ante la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional. Concluyen los autores que «aunque es evidente la dificultad del ejercicio llevado a cabo por el legislador español, debemos criticar la falta de concreción de una normativa que no por menos bienintencionada en los objetivos que persigue, no deja de ser una norma expropiadora de derechos y por tanto que debe quedar en su aplicación bajo el estricto control efectivo del poder judicial».

Los autores del capítulo se muestran bastantes críticos con este hecho, «teniendo en cuenta el alcance relativamente limitado que tiene la revisión judicial de los actos discrecionales de estos». Pienso, sin embargo, y así sucede en todas las legislaciones bancarias modernas en el mundo desarrollado, que las crisis bancarias tienen una

naturaleza que hace incompatible su regulación por la legislación concursal general. Naturaleza que tiene su raíz en las características del propio negocio bancario, un negocio que se basa solo y exclusivamente en la confianza de sus usuarios pues el bien negociable, dinero o activos financieros, no tiene prácticamente ningún valor intrínseco más allá del que los demandantes le otorguen por confianza; negocio extremadamente volátil donde el valor patrimonial neto de cualquier institución puede desaparecer en cuestión de días, como hemos visto suceder en esta crisis con nombres míticos de la industria; y un negocio cuyas externalidades, cuyas consecuencias para el resto del sistema económico y la calidad de vida de los ciudadanos,<sup>32</sup> son inmensas; un negocio en fin que todo gobierno en todo tiempo y lugar se ha visto obligado a socorrer con fondos públicos. Es esa certeza, que al final el contribuyente habrá de acudir en auxilio de una entidad<sup>33</sup>, la que en mi opinión justifica la atribución de facultades extraordinarias a los poderes públicos en la reestructuración o resolución de las entidades de crédito. Poderes administrativos, especiales pero tasados, al margen de la legislación mercantil ordinaria.

Mención aparte en el capítulo citado reciben los cuatro tipos de instrumentos de resolución definidos en la Ley que son analizados en detalle: la venta del negocio de la entidad directa o indirectamente a terceros, la transmisión de activos o pasivos a un banco puente, la transmisión de activos o pasivos a una sociedad de gestión de activos, el llamado banco malo que como bien se

---

<sup>32</sup> Piénsese por ejemplo simplemente en lo que significaría la ruptura del sistema de pagos en un país como ejemplo casi trivial de lo que significa una crisis sistémica.

<sup>33</sup> Y recuérdese que en medio de una crisis sistémica no hay entidades pequeñas o irrelevantes para el conjunto del sistema bancario. Northern Rock en el Reino Unido o Cajasur en España parecían serlo, y sin embargo, los gobiernos respectivos de entonces se vieron compelidos a actuar en su rescate. Aunque solo sea por un cálculo de economía política: si el salvamento resulta finalmente innecesario siempre se puede recuperar parte del dinero y solo supone un pequeño borrón político, si se niega el rescate y degenera en una crisis sistémica el gobierno no soporta el coste político y acaba cayendo. No es un argumento muy elegante, pero es muy real.

ha insistido no es ni banco ni necesariamente malo, y el apoyo financiero a cualquiera de los tres instrumentos anteriores. En este resumen ejecutivo nos detendremos únicamente en la sociedad de gestión de activos procedentes de la restructuración bancaria por su novedad y relevancia en el caso español, la llamada SAREB que ha sido constituida y empezó a funcionar actuar en el mes de diciembre de 2012. Los autores del mismo critican la opción de crear una sociedad anónima única a la que se aportarán todo tipo de activos pues (i) no parece que ni los gestores ni las estructuras aptas para gestionar un tipo de activos sean válidas para otros activos; (ii) tampoco que sea razonable la expectativa que inversores especializados en un tipo de activos quieran adquirir participaciones en una sociedad llamemos generalista. Para responder a ese problema, la ley permite a la SAREB agrupar activos y pasivos que constituirán patrimonios separados carentes de personalidad jurídica aunque puedan ser titulares de derechos y obligaciones, en una estructura legal que se asemeja a una SICAV, solución que puede no ser plenamente satisfactoria pues «la experiencia en ordenamientos extranjeros muestra que la política de inversiones de la SICAV es común y las diferencia entre los diferentes compartimentos son más bien de matiz».

Dedican también los autores singular atención a las medidas de gestión de los instrumentos híbridos contenidas en la norma comentada. La proliferación en el uso de estos instrumentos, acciones preferentes o deuda subordinada, por las entidades financieras españolas en su intento de responder a las necesidades de capital surgidas con la crisis hace muy recomendable la lectura de este apartado<sup>34</sup>. Parten de un principio fuerte: la ley obliga a las entidades en restructu-

ración a trasladar a los titulares de estos valores o derechos los costes de la restructuración o resolución, en definitiva a someterlos a un acuerdo de capitalización o quita, que corresponderá adoptar en última instancia al FROB mediante acto administrativo que ha de valorar «el reparto adecuado de los costes» sin más limitación que los criterios establecidos en el artículo 45 de la citada Ley. Frente a esta decisión, los titulares de estos títulos mantienen abierta la vía contencioso administrativa, que «probablemente no entrará a valorar la oportunidad de la medida impuesta, pues los titulares de los híbridos deberán ser capaces de demostrar que ese juicio de probabilidades que el FROB debe realizar antes de adoptar las medidas de gestión descritas es erróneo, o en otras palabras, que la entidad habría sido capaz de revertir la situación por sus propios medios». Juicio que harán los Tribunales cuando hará mucho tiempo que la entidad en cuestión habrá cambiado radicalmente de fisonomía, si subsiste, por lo que será materialmente imposible revertir la situación. En definitiva, que los afectados titulares de estos instrumentos híbridos deben saber desde el principio que solo están pleiteando por una indemnización.

Por último, y desde una perspectiva de futuro, la valoración del nuevo marco regulatorio europeo de los procesos de restructuración y resolución bancaria debería hacerse desde la óptica de los esfuerzos internacionales para aumentar la base de capital con la que han venido trabajando las entidades financieras, pues recuérdese que una conclusión general de la crisis es que ésta se ha producido precisamente por los exiguos niveles de «*loss absorbing capital*» con que venían operando desde los años noventa. Los mayores riesgos a los que la nueva normativa somete sin duda a los acreedores bancarios encarecerán sin duda este tipo de financiación. Por lo que quizás puede contribuir a hacer más atractivo en términos relativos ser accionista bancario. Si ese es el objetivo, o al menos un objetivo colateral, deberá precisarse con claridad porque lo que es evidente es que la financiación bancaria, propia o ajena, se encarece; coste que sin duda se trasladará a depositantes y prestatarios. Un corolario necesari-

<sup>34</sup> Proliferación, en mi opinión, alentada y sin duda avallada desde los poderes públicos como el Ministerio de Economía, Banco de España o la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores, que vieron en ellos una manera de bajo coste de aplazar el momento del reconocimiento de la verdadera situación de solvencia de un sistema financiero que durante demasiado tiempo se supuso entre los más sólidos del mundo.



rio de los procesos de despalancamiento financiero en marcha en todo el mundo desarrollado, o quizás precisamente el objetivo último si la crisis ha sido resultado de una burbuja de crédito, y no solo en España.

## A MODO DE DECÁLOGO FINAL

El primer informe de la Fundación de Estudios Financieros sobre la crisis europea terminaba con diez lecciones sobre la crisis. En este segundo que-remos repetir, siquiera brevemente, el mismo ejercicio.

1. La reforma de los Tratados no es urgente pero resultará inevitable. Los actuales, interpretados con suficiente flexibilidad, permiten poner en marcha los mecanismos necesarios para avanzar hacia la unión bancaria. Han sido suficientes, y no es poco, para que el BCE actuara de prestamista de última instancia y para dotarle de facultades de supervisión de las entidades bancarias. Pero es cierto que la plena legitimidad, jurídica y política, requerirá forjar un nuevo consenso europeo expresado formalmente en un documento constitucional de la refundada Unión Monetaria. La reforma más urgente del BCE no es tal sino la creación de interlocutores fiscales y supervisores europeos con el mismo carácter federal europeo que el propio banco central. Y es urgente diseñar mecanismos permanentes que hagan compatible una creciente integración de los países de la Eurozona con el mercado único de la Unión Europea al completo.

2. Los desequilibrios observados en los balances nacionales en el sistema de pagos europeo, Target2, lejos de constituir un problema para la Unión Monetaria son la manifestación de que el sistema dispone de mecanismos para garantizar el flujo de liquidez interna, sustituyendo con liquidez oficial la falta de apetito inversor de los particulares. Pero es un mecanismo transitorio, extraordinario, que solo puede sustituir al mercado interbancario privado en momentos de especial aversión al riesgo. Es responsabilidad europea solucionar los problemas de incentivos entre autoridades monetarias, supervisoras y fis-

cales nacionales que han emergido con la crisis y restablecer las condiciones normales de riesgo que permitan el retorno de los capitales privados; notablemente terminar con el llamado riesgo de redenominación o de ruptura del área monetaria europea. Si los propios europeos parecen a veces no confiar en la irreversibilidad del euro, ¿quién va a hacerlo?

3. Erradicar el riesgo de redenominación exige avanzar decididamente en la unión bancaria, fiscal y política de la Eurozona. Cualquier otra solución solo será transitoria. Un sistema permanente no se puede construir sobre la base de mecanismos especiales para países en dificultades, sobre regímenes de intervención y disciplina ad-hoc o programas especiales de ayuda condicionada. Las reglas han de ser comunes para todos los Estados Miembros y las consecuencias, incluidas las posibles sanciones por incumplimiento, lo mismo.

4. Una Unión Bancaria supone tres cosas irrenunciables: un Supervisor Europeo único para todos los bancos, una Autoridad Europea de Reestructuración y Resolución Bancaria y un Esquema Europeo de Garantía de Depósitos. El ritmo de aprobación y entrada en funcionamiento de los distintos mecanismos no tiene por qué coincidir en el tiempo, pero el diseño final tiene que ser completo y estar definido desde el principio. El aparcamiento del objetivo de creación de un Esquema Europeo de Garantía de Depósitos en el Consejo Europeo de diciembre solo puede considerarse un olvido diplomático. Cualquier otra posibilidad no permitiría confiar en la sostenibilidad de la Eurozona.

5. Un Tesoro Europeo es un paso necesario para la sostenibilidad de la Eurozona, la coordinación fiscal y la eventual mutualización de las deudas públicas de Estados soberanos que han renunciado a instrumentos de gestión de crisis fiscales como son la política monetaria y cambiaria. El primer paso en la construcción de ese Tesoro Europeo consiste en la creación de un activo europeo líquido, profundo y exento de riesgo que sirva como instrumento de política monetaria para el BCE y para mutualizar explícitamente el riesgo cuasi-fiscal en la UEM.



6. El camino necesario hacia la integración fiscal no se limita a crear ese instrumento financiero. Será necesario decidir el origen y uso de los fondos captados mediante ese activo: cómo se financia y cómo se gasta, cuestiones centrales a toda política fiscal. Al hacerlo se avanza decididamente hacia la creación de un Fondo Europeo de Estabilización –mecanismo consustancial a toda unión monetaria y más aún en una unión en la que las migraciones internas siempre serán limitadas– y hacia la mutualización del riesgo fiscal en la Eurozona.

7. La Eurozona necesitará siempre de una regla fiscal dura que limite y garantice la solidaridad fiscal entre los distintos contribuyentes europeos, porque al ser idealmente la UEM una Federación de Estados Soberanos es imprescindible evitar que las políticas fiscales nacionales impidan un correcto funcionamiento del área monetaria única. Una regla flexible pero de aplicación automática. Pero también una regla que respete el principio de subsidiariedad. Adoptarla supondrá el germen de una Agencia Tributaria Europea pero no la armonización completa de los sistemas tributarios ni del gasto público. En sentido estricto, una Unión Fiscal requiere solo tres cosas: reglas de comportamiento, mecanismos de decisión en caso de incumplimiento y una administración que las implemente. Nada más, pero tampoco nada menos.

8. La entrada en funcionamiento en 2014 del supervisor único es un paso definitivo en la integración bancaria europea, un salto cualitativo hacia la construcción de un auténtico sector financiero europeo con reglas iguales para todos y donde las distintas entidades puedan competir por solvencia y rentabilidad en condiciones de igualdad sin contar con la garantía implícita de su Tesoro nacional y la ventaja que ello otorga a

algunas. El retraso, y los costes que supone para España el aplazamiento de un año respecto al calendario inicial, no debe hacernos perder la perspectiva del inmenso cambio positivo que supone como superación de un agotado e insuficiente proceso de cooperación reforzada entre supervisores nacionales.

9. La creación de una Autoridad Europea de Resolución Bancaria está implícita en la propuesta de Directiva sobre Reestructuración y Resolución. Supone todo un reto para adaptar los marcos nacionales y cuestiona los sistemas legales existentes en muchas legislaciones nacionales. Trae como consecuencia un nuevo reparto de derechos y obligaciones entre accionistas, acreedores y contribuyentes y modifica por tanto derechos adquiridos y expectativas fundadas. Como hace todo el proceso de integración europea, al constituir un nuevo consenso sobre el siempre difícil reparto de la carga de las crisis bancarias entre los distintos participantes bajo el principio de la defensa del contribuyente, pagano final.

10. La Eurozona ha dejado atrás el riesgo de ruptura, pero no la crisis económica. Habrá múltiples obstáculos en el camino, reinterpretaciones de acuerdos ya alcanzados, durísimas batallas técnicas, y sobresaltos políticos. Pero desde el verano de 2012 la Unión Monetaria Europea ha dejado clara su voluntad de permanencia. Solo un cataclismo puede revertir esa decisión. No será un camino fácil porque toca discutir del reparto de los costes de la mutualización del riesgo bancario y fiscal y definir un modelo de política económica para la Eurozona, un modelo que combine austeridad fiscal con solidaridad y reformas estructurales con políticas de crecimiento. Y convencer a la población europea. Toca hacer pedagogía y política con mayúsculas.

Fernando Fernández



## POSTSCRIPTUM

Cuando este libro estaba ya impreso ha estallado la crisis chipriota y el Eurogrupo ha organizado un programa de rescate que más allá de poner en evidencia los problemas de gobernanza y gestión de crisis que siguen lastrando la recuperación de la confianza en las economías de la Eurozona, supone un significativo paso adelante en el proceso de hacer partícipes a acreedores y depositantes bancarios en el coste de las crisis sistémicas, el llamado *bail in*. Simon Samuels, analista de Barclays Bank, ha estimado en 15,000 m. el coste para los bancos europeos en términos de mayores tipos de interés para retener los depósitos no asegurados, hoy de más de 100,000, y de prefinanciar el ahora ya urgente esquema de seguro de depósitos europeos. Porque en síntesis el programa chipriota supone:

- (i) poner en marcha inmediatamente, antes incluso de la aprobación formal de la propuesta de directiva europea sobre procedimiento de resolución bancaria, el mecanismo por el que los depósitos no asegurados contribuirán a la recapitalización del banco después de accionistas y acreedores y antes de los contribuyentes;
- (ii) anteponer el *bail in* de los depósitos a la puesta en marcha del Esquema Europeo de Garantía de Depósitos. Lo que significa que los costes de la recapitalización serán tratados como deuda nacional a pagar de manera individual por cada país miembro, si acaso con un crédito de liquidez europeo que es lo que hoy significa el MEDE. Pero no habrá mutualización de la deuda existente a la fecha de la crisis;
- (iii) mantener la ficción de que la unión monetaria es sostenible sin unión bancaria y que la imposición de controles de capitales presuntamente temporales no supone la ruptura de facto del esquema monetario y cambiario vigente en la Eurozona; que no se crean dos activos diferenciados en euros, los que están dentro y fuera de Chipre.

El mensaje mandado a los inversores, por mucho que luego se haya intentado presentar como un nuevo caso excepcional, ha sido resumido por el *Institute of International Finance* como: en caso de dudas comprar bonos gubernamentales, no tenga depósitos bancarios. A lo que me permito añadir que no se le ocurra comprar bonos bancarios. El problema de esta decisión es doble. Por un lado ignora que el orden de los factores en una crisis bancaria sí altera el producto, el llamado *sequencing* de los anglosajones. Es decir que sin una Autoridad de Resolución Europea y sin un Fondo de Garantía de Depósitos Europeo, castigar los depósitos bancarios es agravar el bucle crisis bancaria crisis soberana y profundizar en la diferenciación entre entidades financieras no por la calidad de su balance y perfil de riesgo, sino por su nacionalidad, por la fortaleza de su soberano. Y por otro olvida que en ausencia de un seguro europeo de depósitos, si la magnitud de éstos se resiente crecen las necesidades de financiación de mercado de los bancos o se agrava la restricción del crédito. Lo primero hace más vulnerables a las entidades financieras y dificulta su financiación, precipitando sus necesidades de recapitalización con fondos públicos; lo segundo, agrava la recesión hace crecer la morosidad y resulta así mismo en mayores necesidades de recapitalización

El proyecto de unión bancaria europea ha sufrido un duro golpe de credibilidad con la forma y el fondo del rescate chipriota. Afortunadamente los mercados están bajo la influencia de decisiones extraordinarias de liquidez de los bancos centrales de Japón, Reino Unido y Estados Unidos y no han castigado las dudas y vacilaciones europeas. Pero ha aumentado la vulnerabilidad. O la Unión es capaz de recuperar su impulso reformista y aprueba un calendario anticipado de unión bancaria completa, incluyendo sus tres componentes necesarios de supervisión, resolución y seguro de depósitos como se argumenta en este libro, o vendrán tiempos de incertidumbre y zozobra. Así lo reconoce implícitamente el propio presidente del BCE cuando ha pedido acelerar a 2015 la entrada en funcionamiento de la Unión Bancaria Europea.



# EL ESTATUTO DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Antonio Sáinz de Vicuña y Barroso<sup>1</sup>

## INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene por objeto no tanto divulgar el marco institucional del BCE como analizar algunos puntos del mismo a la luz de la experiencia, cuando se han cumplido 14 años desde su constitución el 1 de junio 1998, y 22 años desde la firma del Tratado de Maastricht que contiene sus normas básicas. No propone una revisión de los Tratados. En un mundo ideal, el Derecho se adapta a la realidad cambiante según las necesidades de los tiempos, pues, como dice el Evangelio<sup>2</sup>, «El Sabbath se hizo para el Hombre, y no el Hombre para el Sabbath». Ello es mucho más cierto en un campo como el de la Economía, en el que lo importante es su correcto funcionamiento, del que depende el progreso y bienestar de la sociedad, más que el mantenimiento inmutable de unas normas rígidas. Así lo muestra la historia: cómo el marco normativo de lo monetario tuvo que ajustarse al imperio de lo económico; el siglo veinte muestra el cambio de una moneda basada en el oro y en la plata, a un sistema basado sólo en el oro<sup>3</sup>, directa o indirectamente, para posteriormente, hace tan sólo 41 años<sup>4</sup>, basarse en la pura gestión de la política

monetaria y de cambio de unos bancos centrales independizados de su propio Gobierno. En Europa, la creación de una moneda supranacional en ese nuevo concepto monetario de ausencia de anclajes fijos, es una iniciativa sin precedentes en la que todos, hasta los más premiados economistas, aprendemos según se desarrolla. Sería razonable concluir que la inmutabilidad jurídica es un concepto incompatible con el dinamismo de la economía de la unión monetaria. No obstante, este trabajo concluye en que una revisión de los Tratados, máxime cuando la crisis fiscal y financiera subsiste y los mercados son sensibles a la discusión política de estos temas, aunque deseable y pertinente, no es estrictamente necesaria y podría alargar la salida de la crisis con dudas acerca de la construcción europea.

El Estatuto del BCE, consagrado en el Tratado de Maastricht, se encuentra hoy repartido en tres instrumentos normativos: el Tratado sobre la Unión Europea<sup>5</sup>, el Tratado sobre Funcionamiento de la Unión Europea<sup>6</sup>, y el Estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo<sup>7</sup>. Añádanse a ellos varios Protocolos que de una u otra forma le afectan<sup>8</sup>. Como Derecho Primario de la Unión Europea, tiene la misma rigidez que los tratados de la

<sup>1</sup> El autor es el Abogado General del BCE y Director General de su Servicio Jurídico. Las opiniones versadas en el presente artículo son exclusivamente personales y no representan necesariamente las del BCE.

<sup>2</sup> Marc. 2.27.

<sup>3</sup> Ejemplo: la Unión Monetaria Latina (1865-1927) se basó en la paridad fija entre el oro y la plata (1 gr. Oro = 15.5 gr. Plata), hasta que el mercado hizo imposible sostenerla y en 1878 se cambiaron sus normas constitutivas y pasar a un patrón Oro exclusivamente.

<sup>4</sup> Tras la decisión del Presidente Nixon en agosto de 1971 de suspender la convertibilidad al oro del dólar americano.

<sup>5</sup> Preámbulo, Arts. 3.4 y 13.

<sup>6</sup> Arts. 3.1, 15.3, 127 a 144, 263, 271, y 282 a 284.

<sup>7</sup> Protocolo núm. 4.

<sup>8</sup> Protocolo núm. 3 sobre el Tribunal de Justicia, núm 6 sobre Sedes de las Instituciones y Agencias de la UE, núm. 7 sobre Privilegios e Inmidades, núm. 13 sobre Convergencia, núm. 14 sobre el Eurogrupo, núm. 15 sobre el Reino Unido, núms. 16 y 17 sobre Dinamarca, y núm. 18 sobre Francia.



Unión: el BCE tiene una constitución que pudiéramos calificar de rígida. No es políticamente sencillo adaptar sus normas a las necesidades que la situación cambiante de la economía o el mismo ensanchamiento de su ámbito de actuación<sup>9</sup> pudieran aconsejar. Cabría argumentar que algunos preceptos específicos del Estatuto BCE se pueden enmendar por procedimiento simplificado, más flexible<sup>10</sup>. En ninguno de ellos se percibe una necesidad de reforma.

### REFORMAS INTRODUCIDAS EN EL ESTATUTO DEL BCE DESDE SU ESTABLECIMIENTO EN 1998

El Estatuto del BCE ha tenido en su breve historia dos reformas.

La primera reforma del Estatuto del BCE se adoptó en el Tratado de Niza<sup>11</sup>, cuyo objeto general era revisar los mecanismos de toma de decisiones en las instituciones de la UE ante la perspectiva de la macro-ampliación de la UE con la incorporación de los 10 países de la Europa ex-comunista, más Chipre y Malta. En lo que se refiere al BCE, incorporó un nuevo párrafo al Art. 10 del Estatuto que abría la puerta a refor-

mar el sistema de voto en el Consejo de Gobierno<sup>12</sup>. El Consejo Europeo de Bruselas del 21 marzo 2003 decidió, a propuesta del BCE, la modificación del Artículo 10.2 del Estatuto<sup>13</sup> para introducir un sistema de rotación en el ejercicio del derecho de voto, de manera que los miembros del Consejo de Gobierno con derecho de voto nunca sobrepasara 21 (15 gobernadores rotando regularmente, más 6 miembros del Comité ejecutivo sin rotación durante su mandato).

La segunda reforma del Estatuto del BCE tuvo lugar con el Tratado de Lisboa<sup>14</sup>. En primer lugar, para incluirlo en el listado de instituciones de la Unión, contenido en el Art. 13 TUE, resolviendo así las discusiones doctrinales que se produjeron acerca de la naturaleza del BCE y que motivaron la sentencia OLAF del Tribunal de Justicia<sup>15</sup>. Con ello, queda claro que se aplican al BCE todas las normas UE, de Derecho Primario o Secundario, de aplicación general a las instituciones europeas. En segundo lugar, para aclarar que la política monetaria de los Estados que han adoptado el euro es una competencia exclusiva de la Unión<sup>16</sup>. En tercer lugar, para eliminar de los Tratados las disposiciones en el área monetaria devenidas obsoletas por la introducción del euro y comienzo de la Tercera y última fase de la Unión Económica y Monetaria<sup>17</sup>, y remplazar el

<sup>9</sup> La unión monetaria comenzó con 10 países el 1 de enero 1999, y en la actualidad se extiende a 17 Estados de la Unión. Las competencias del BCE se ampliaron tras recibir en 2010 tareas relativas a la supervisión macro-prudencial (Reglamento N.º 1096/2010 de 17.11.2010, DO L 331 de 15.12.2010). En la cumbre del Eurogrupo del 29.6.2012 se acordó encomendar al BCE la supervisión bancaria. El Art. 127(6) TFUE permite conferir al BCE tareas de supervisión financiera.

<sup>10</sup> El Art. 40 Estatuto BCE permite cambios por procedimiento simplificado y mayoría cualificada de preceptos referentes al poder estadístico del BCE (Arts. 5.1 y 5.2), operaciones de mercado (17 y 18), reservas mínimas (19.1), sistemas de pagos (22), operaciones exteriores (23), operaciones administrativas y con el personal del banco (24), contabilidad (26), reparto de beneficios o pérdidas (32), reserva general (33) y condiciones de empleo (36). Y por unanimidad, las reglas de votación en el Consejo de Gobierno (10.2); el Art. 10.2 se modificó una vez tras el Tratado de Niza, y dada la unanimidad requerida, refleja un estrecho y difícil compromiso entre los miembros del Consejo de Gobierno, así como en el consejo Ecofin.

<sup>11</sup> Suscrito en Niza el 26.2.2001, en vigor desde 1.2.2003 (DO 10.3.2001, C 80).

<sup>12</sup> El Art. 10.6 decidido en Niza pasó a ser el Art. 40.2 del Estatuto del BCE tras el Tratado de Lisboa de 2010.

<sup>13</sup> Decisión del Consejo compuesto por Jefes de Estado y de Gobierno, de 21.3.2003 (DO L 83 de 1.4.2003).

<sup>14</sup> Suscrito en Lisboa el 13.12.2007, y en vigor desde el 1 diciembre 2009.

<sup>15</sup> Ver, entre otros, Zilioli & Selmayr «*The ECB: an independent specialised organization of Community Law*» (2000, Common Market Law Review 591), que consideraba al BCE como una «*comunidad de bancos centrales independientes dentro de la Comunidad*», y R. Torrent «*Whom is the ECB the Central Bank of?*» (1999 36 Common Market Law Review 1229), defendiendo su carácter institucional europeo. El Tribunal (Caso «OLAF» C-11/00 Comisión vs. BCE, sentencia 10.7.2003), sin llegar a clasificar formalmente al BCE como institución europea, lo considera «*claramente dentro del marco jurídico-institucional de la Comunidad*», y declara nula una Decisión del BCE organizando un sistema anti-fraude, interior al banco, idéntico pero separado del sistema OLAF (Office pour la Lutte Anti-Fraude) applicable a todas las instituciones, oficinas y agencias de la UE.

<sup>16</sup> Art. 3.1(c) TFEU.

<sup>17</sup> Por ejemplo, se elimina el Protocolo sobre el Instituto Monetario Europeo.



nombre «ECU» por el del euro, nombre oficial de la moneda europea. Se clarifica mediante una nueva redacción la competencia de la UE para regular «el uso del euro como moneda única»<sup>18</sup>. Se robustece la capacidad de acción de los países del euro en el área presupuestaria<sup>19</sup> y de la acción exterior en materia monetaria (con el BCE<sup>20</sup>); y se formaliza legalmente la existencia del Eurogrupo<sup>21</sup> como reunión informal de los ministros de Finanzas de la zona euro (y del Presidente del BCE), así como el término «Eurosistema» para designar al conjunto de bancos centrales del euro<sup>22</sup>. Se pasa a votación por mayoría cualificada la designación de miembros del Comité Ejecutivo del BCE<sup>23</sup>, así como la decisión de modificar ciertos artículos del Estatuto del BCE o de adoptar normativa complementaria en los casos previstos en él<sup>24</sup>. No obstante, se mantiene la unanimidad para decisiones del Consejo atribuyendo al BCE funciones específicas en materia de supervisión financiera<sup>25</sup>.

Como puede observarse, las reformas introducidas en el Estatuto del BCE por los Tratados de Niza y de Lisboa, sin duda positivas, no pueden considerarse como «fundamentales». Se trataba de actualizar los puntos institucionales en línea con las otras instituciones de la UE, y de formalizar prácticas informales de los ministros de Finanzas del euro.

La ratificación del Tratado de Niza por los 15 Estados miembros –entonces– de la Comunidad Europea, requirió dos referendos en Irlanda, ya que el primero resultó negativo. El Tratado de Lisboa tuvo como precedente inmediato el Tratado Estableciendo una Constitución para Europa<sup>26</sup>, que nunca llegó a ratificarse por el resulta-

do negativo de sendos referendos en Francia y en Holanda. La ratificación del Tratado lisboeta por los 27 Estados miembros fue igualmente problemática:

- c) El Presidente de la República Checa se negó a ratificar el Tratado a pesar de su aprobación por el parlamento checo, hasta que el Tribunal constitucional verificó su legalidad y el Servicio Jurídico del Consejo de la UE confirmó en un dictamen que los Decretos Benes de 1946 confiscando propiedades de alemanes en Checoslovaquia no quedarían perjudicados por la protección del derecho de propiedad contenida en la Carta de Derechos Fundamentales.
- d) El parlamento de Eslovaquia igualmente demoró su ratificación hasta resolver si el voto debía de tener la mayoría reforzada exigida para cambios constitucionales, y obtener las mismas seguridades que la República Checa respecto a la no reversibilidad de los Decretos Benes sobre las antiguas propiedades de los alemanes en la zona de los Sudetes.
- e) El Presidente de la República Federal Alemana se negó a ratificar el Tratado hasta que el Tribunal constitucional alemán resolvió la cuestión planteada por varios diputados y profesores acerca de la vulneración del derecho fundamental a ser representados democráticamente en las áreas competenciales de la Unión, motivando una reforma parlamentaria previa a la ratificación.
- f) En Irlanda un primer referendo negó la ratificación, obligando a ciertas concesiones de los demás Estados miembros que permitieron un segundo referendo, esta vez afirmativo.
- g) En el Reino Unido, la ratificación tuvo que aguardar la resolución de una reclamación interpuesta por un ciudadano ante la *High Court* de Londres<sup>27</sup>, en demanda de cum-

<sup>18</sup> Anteriormente era una competencia para «tomar las medidas necesarias para la rápida introducción del ECU como moneda única».

<sup>19</sup> Art. 136 TFUE.

<sup>20</sup> Art. 138 TFUE.

<sup>21</sup> Art. 137 TFUE y Protocolo Núm 14.

<sup>22</sup> Art. 282(1) TFUE.

<sup>23</sup> Art. 283(2) TFUE.

<sup>24</sup> Art. 129 (3)(4) TFUE.

<sup>25</sup> Art. 127(6) TFUE.

<sup>26</sup> Firmado en Roma el 29.10.2004 por los entonces 12 Estados miembros de la Comunidad Europea, tras dos años de discusiones en la Convención sobre el Futuro de Europa.

<sup>27</sup> El empresario galés Stuart Wheeler, promotor del United Kingdom Independence Party.



plimiento de la promesa electoral del Partido Laborista –todavía en el gobierno– de someter a referendo el Tratado Estableciendo una Constitución para Europa, cuyo contenido era sustancialmente idéntico al del Tratado de Lisboa. La sentencia denegó la demanda.

- h)** En Polonia, el Presidente de la República demoró la ratificación del Tratado a la vista del resultado negativo del referendo irlandés y de una reclamación interpuesta ante el Tribunal constitucional polaco; producido el segundo referendo irlandés con resultado positivo, Polonia ratificó (la sentencia constitucional se dictó unos meses más tarde, denegando la demanda).

El anecdotario que antecede sirve de muestra de lo difícil que es en la Europa actual cambiar los Tratados. Una pretensión de modificar el Estatuto del BCE para acomodarlo a las necesidades de la economía supone 28 ratificaciones nacionales<sup>28</sup>, entre las cuales varias sujetas a referendo, así como el enfrentarse a litigios ordinarios o constitucionales cuyas vicisitudes producen movimientos en los mercados, o a negociar aspiraciones nacionales difícilmente asumibles por los demás. A tomar en cuenta, además, el riesgo de que algunos países intenten dirigir la reforma hacia sus intereses o hacia la posición individual más o menos pro-europea de su gobierno de turno; ese riesgo, al que se alude como «la apertura de la caja de Pandora<sup>29</sup>», requiere hilar muy fino diplomáticamente antes de acometer una reforma cuyas discusiones pueden tener reflejo negativo en los mercados, sobre todo en época de crisis.

<sup>28</sup> Desde 2013, también la de Croacia.

<sup>29</sup> Según el mito griego, Pandora recibió de Zeus una vasija como regalo con la instrucción de no abrirla; Pandora sucumbió a la curiosidad y la abrió: el contenido eran todos los males que podían sobrevenir en la Tierra, que salieron de la vasija antes de que Pandora la cerrara de nuevo.

## REFORMAS EN ÁREAS EN LAS QUE OPERA EL BCE MOTIVADAS EN LA CRISIS ECONÓMICA Y FINANCIERA

Desde que el 9 de agosto 2007 se inició la crisis financiera en Europa<sup>30</sup>, la Unión Europea se ha embarcado en amplísimas reformas normativas afectantes a:

- i)** La regulación y supervisión de los mercados financieros, con la creación de agencias europeas de supervisión micro –y macro– prudencial<sup>31</sup>, la introducción de requisitos más exigentes en cuanto a capitalización y liquidez de la banca, la regulación de la remuneración de los altos cargos de la banca y organización de la gestión del riesgo bancario<sup>32</sup>, los instrumentos de gestión de crisis bancarias<sup>33</sup>, sistemas de garantía de depósitos bancarios, la regulación y supervisión europea de las agencias de notación, la regulación de las infraestructuras para mercados de capitales y de productos derivados<sup>34</sup>, la regulación de los servicios de inversión<sup>35</sup>, de los fondos de inversión<sup>36</sup>, mejora de las directivas sobre abuso de mercado, transparencia y prospectos, régimen de auditoría externa, etc., etc.

<sup>30</sup> El 9.8.2007 el BCE tuvo que abrir una línea de liquidez a la banca europea debido al impacto de la crisis «subprime» en la liquidez de varios segmentos del mercado europeo operativos con títulos americanos; se considera la fecha de «contagio» de la crisis americana a Europa.

<sup>31</sup> La Autoridad Bancaria Europea (EBA), la Autoridad Europea de Mercado de Capitales (ESMA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) y la Junta Europea de Riesgos Sistémicos (ESRB).

<sup>32</sup> Las cuatro Directivas y un Reglamento sobre Requerimiento de Capital aplicando el acuerdo denominado Basilea III.

<sup>33</sup> Directiva sobre Reorganización y Resolución de entidades de crédito.

<sup>34</sup> Dos reglamentos, uno conocido como EMIR sobre la liquidación de productos derivados, y otro («CSD Regulation») sobre liquidación de valores y régimen de depositarios.

<sup>35</sup> La Directiva conocida como MiFiD, y el Reglamento MiFiR.

<sup>36</sup> La Directiva conocida como UCITS4.

- j) El restablecimiento<sup>37</sup> y robustecimiento<sup>38</sup> de un régimen riguroso de disciplina presupuestaria para los Estados del euro, así como de un sistema de monitorización y de corrección de desequilibrios macro-económicos de los Estados del euro, todo ello con una mejora del marco institucional de gobernanza del euro<sup>39</sup>, y la creación de mecanismos inter-gubernamentales de apoyo financiero a los Estados del euro<sup>40</sup>.
- k) La decisión en junio 2012 de adoptar nuevas medidas para el robustecimiento de la zona euro, como son (i) la asignación al BCE de funciones específicas de supervisión micro-prudencial de las entidades crediticias del área euro<sup>41</sup>, (ii) la creación de un Fondo Europeo de Garantía de Depósitos, y (iii) de un Fondo de Resolución de Entidades de Crédito.

Este elenco de medidas, que suponen una transformación radical del mundo financiero y del entorno macroeconómico en el que se desenvuelve, es la parte fundamental en la resolución de la crisis actual. El BCE podría en teoría hacer mucho, pero ni puede acometer medidas de

reforma del sistema financiero, que son competencia del legislador comunitario, ni puede sustituirse a los órganos europeos en lo que se refiere a la disciplina presupuestaria. En otras palabras, la respuesta a las ideas, frecuentemente expresadas por los medios de difusión social, de que el BCE es quien tendría la solución a la crisis si se reformase su estatuto, es que el centro del problema está en el área de las finanzas públicas, y en un correcto funcionamiento del sistema financiero. Cuando el BCE ejerza la supervisión de los bancos de la zona euro, podrá, en aplicación de la regulación europea, conseguir –mejor que un conjunto heterogéneo y tenuamente coordinado de supervisores nacionales– un sector financiero del euro que cumpla con su función económica y social. Aún así, un escenario de desequilibrios macroeconómicos sostenidos podría dificultar enormemente esa tarea, y de ahí la utilidad de las ambiciosas reformas en el ámbito presupuestario y macroeconómico que han sido adoptadas.

Debe añadirse que la Junta Europea de Riesgos Sistémicos (ESRB), que inició su funcionamiento en enero 2011 y todavía no ha alcanzado su velocidad de crucero<sup>42</sup>, puede llegar a ser un eficaz instrumento para evitar nuevas crisis, alertando de movimientos cíclicos (v.gr.<sup>a</sup> «burbujas» sectoriales o locales), de riesgos para el correcto funcionamiento de los mercados financieros (v.gr.<sup>a</sup> riesgos de liquidez, de contagios de «shocks» del exterior, de movimientos especulativos de capital, de dependencias excesivas entre riesgo soberano y riesgo bancario, etc.), con una visión de conjunto y global. Las esperanzas pue-

<sup>37</sup> El Pacto de Estabilidad y Crecimiento aprobado en 1998 quedó debilitado tras la negativa del Consejo en 2003 a aprobar las sanciones propuestas por la Comisión Europea a los países reincidentes en déficits excesivos (Alemania, Francia, Grecia y Portugal), y la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión (C-27/04) estableciendo que el Consejo no tenía obligación de decidir conforme a la propuesta de la Comisión. A raíz de estos eventos, en 2004 se introdujeron reformas en dicho Pacto que lo debilitaron sustancialmente.

<sup>38</sup> Robustecimiento de las medidas preventivas (v.gr. la revisión ex ante por la Comisión de los anteproyectos de presupuestos) y correctivas (recomendaciones, sanciones semi-automáticas, etc.). Las medidas se encuentran en 6 normas conocidas como «six-pack», 2 normas de desarrollo conocidas como «2-pack», y en un Tratado específico denominado «fiscal compact», que impone la «regla de oro» del equilibrio presupuestario de carácter estructural, que requiere introducción en la normativa constitucional de los países del euro.

<sup>39</sup> Establecimiento de un Consejo Europeo del euro, de un presidente a tiempo completo (con excepciones posibles) del Eurogrupo, de un presidente a tiempo completo para el Grupo de Trabajo del Eurogrupo (a nivel de directores del Tesoro).

<sup>40</sup> La Facilidad Europea para la Estabilidad Financiera (EFSF), el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSM) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM).

<sup>41</sup> Al amparo del Art. 127(6) del TFUE.

<sup>42</sup> El año 2011 ha sido un año de puesta en funcionamiento del ESRB, dotándole de medios de información (MoUs con las agencias europeas de supervisión, con los supervisores nacionales, con los nuevos órganos de supervisión macro-prudencial establecidos coetáneamente en varios Estados de la UE y en los USA; estableciendo metodologías de trabajo, enumeración y priorización de objetivos; dando mandatos al Consejo Científico Asesor; consolidando sus recursos humanos y funcionamiento interno; etc. El Reglamento que estableció el ESRB prevé que en 2013 el Parlamento y el Consejo, previos Informes del BCE y de las autoridades europeas de supervisión, re-examinarán «la misión y objetivos del ESRB», lo que puede conllevar algunas reformas. En particular, tendrán que considerar el engarce del ESRB con el BCE si éste, como se prevé, asume la supervisión micro-prudencial de la banca en la zona euro.



tas en este nuevo órgano europeo son las de poder prever y responder a riesgos de futuras crisis financieras, ni más ni menos.

El conjunto de reformas abordadas evita considerar al BCE como pieza clave en la solución de la crisis; los Estados, como responsables de las finanzas públicas, y como reguladores del sector financiero, son quienes tenían, y siguen teniendo, la responsabilidad primordial, y en ello hay que reconocer que han actuado valientemente y con una perspectiva a largo plazo de construcción de una Europa más unida.

## EL USO DEL DERECHO DERIVADO

Antes de abordar una reforma del Estatuto del BCE, difícil por lo que antes quedó expuesto, es preciso ver si es necesaria, o si cabe atender los nuevos problemas con la adopción de normas de Derecho Derivado.

Ya se ha visto en el epígrafe anterior que una panoplia de normas de derecho secundario europeo han abordado reformas importantísimas en el área de servicios financieros. Añádase que se han venido adoptando por el Eurogrupo y el Ecofin «Recomendaciones específicas» de política económica para los Estados del euro, así como objetivos a corto y medio plazo para la consolidación de sus finanzas públicas en cumplimiento de las nuevas normas de Estabilidad y Crecimiento (v.gr<sup>a</sup>, el «Semestre europeo», o revisión *ex ante* de los proyectos presupuestarios nacionales). Aún cuando no estamos en el plano de la normativa jurídica, lo cierto es que esas disposiciones de *derecho blando* tienen en la práctica un efecto vinculante, habida cuenta de las medidas de reacción posibles (v.gr<sup>a</sup> sanciones) en el nuevo marco legal de la gobernanza del euro. Añádanse los «Memorandos de entendimiento» (MoUs) suscritos por los países del euro beneficiarios de un programa de asistencia financiera europea, que a pesar de no ser documentos con fuerza jurídica vinculante<sup>43</sup>, contienen el elenco de

<sup>43</sup> No son ni «tratados» ni «contratos», exigibles judicialmente, sino «compromisos de acción política».

medidas de reforma que dichos Estados se comprometen a realizar.

Como ejemplo de cómo puede emplearse el Derecho derivado para superar la crisis, puede citarse el ámbito estadístico. A resultas de la crisis, tanto Eurostat<sup>44</sup> como el BCE han mejorado y ampliado –por medio de su respectivo poder normativo– su respectiva capacidad para obtener información estadística. Ése es el caso, por ejemplo, del ámbito del llamado «*shadow banking*»<sup>45</sup>, sector especulativo, pro-cíclico y co-responsable de la crisis, donde el nivel de información conseguido recientemente por el BCE es muy alto.

En el ámbito de la política monetaria, el BCE tiene una amplísima competencia normativa. Desde 2007 en que empieza la crisis en Europa, ha ido adaptando su instrumentario a las cambiantes circunstancias del mercado. Por ejemplo, ha ido ampliando paulatinamente el plazo de duración de las operaciones de liquidez<sup>46</sup> para apaciguar la volatilidad del mercado interbancario y tranquilizar a sus intervinientes; también ha aumentado la lista de activos elegibles como garantía de sus financiaciones a medida que éstas han venido a sustituir a la financiación interbancaria; ha venido ofreciendo financiación en dólares USA a los bancos europeos, para apaciguar las tensiones del mercado de divisas en la financiación del comercio exterior; y decidió en 2010 iniciar un programa de intervenciones en los mercados de bonos, soberanos y corporativos, para poner límite a la creciente heterogeneidad de los diferenciales de los mismos, que ponía en riesgo la unidad de la política monetaria, reformado y sustituido por otro programa en septiembre 2012.

<sup>44</sup> Eurostat es la denominación que recibe la Dirección General de Estadística de la Comisión Europea, que a pesar de ser parte orgánica de la misma tiene autonomía funcional y opera desde Luxemburgo y no en Bruselas.

<sup>45</sup> Definido como el conjunto de entidades que sin ser objeto de autorización administrativa como entidades de crédito o de inversión, ni estar supervisadas por los supervisores financieros, realizan negocio de intermediación financiera, obteniendo recursos que invierten en activos financieros.

<sup>46</sup> Hasta 2007, el BCE no financiaba a más de 3 meses. A partir de dicho año se amplía el plazo máximo de duración a 6 meses, luego a un año, para pasar a 3 años en una decisión del BCE de diciembre 2011.

Aunque desde algunos sectores este último programa ha sido visto como una financiación a los emisores más que como un instrumento de la política monetaria, lo cierto es que el artículo 18.1 del Estatuto del BCE claramente le autoriza a intervenir en los mercados comprando o vendiendo valores para fines de política monetaria. Frente a ello se dice que el Art. 123 del Tratado prohíbe financiar a los Estados. El argumentarlo contra dicha alegación podría resumirse diciendo que la prohibición de la financiación monetaria responde a un triple objetivo: (i) evitar que los bancos centrales vuelvan a ser lo que fueron en otros tiempos, esto es, banqueros del Estado, situación en la que acaban haciéndose funcionalmente dependientes de éste al necesitar atender las necesidades de financiación pública, sin dar la debida prioridad al objetivo de estabilidad de precios; (ii) mantener a los Estados en la disciplina de mercado, de modo que su acceso al ahorro sea en igualdad de condiciones con el sector privado, lo que crea los incentivos correctos para el mantenimiento de la seriedad presupuestaria, en un escenario de funcionamiento correcto del mercado; y (iii) conseguir la neutralidad del Eurosistema, al evitar que éste financie a unos Estados más que a otros; la norma es: el Eurosistema financia a la banca del área del euro bajo unas condiciones armonizadas, y no se preocupa de las finanzas públicas.

La filosofía económica que mueve al mundo de hoy tras las insuficiencias del modelo keynesiano<sup>47</sup> es la de la neutralidad y estabilidad del dinero: la moneda no es sí misma un instrumento de creación de riqueza, sino que ésta se crea tan sólo en la economía real de la producción de

bienes y servicios; la moneda cumple su función siendo el patrón estable que mide el valor de las cosas, lo que permite a los agentes económicos tomar sus decisiones de inversión, de endeudamiento, de ahorro, de compra o de venta, de fijación de los precios, en base a una referencia de valor estable en el tiempo.

Todos los elementos anteriores se cumplen en el programa de intervenciones en los mercados de bonos, donde no hay un «*policy mix*» de políticas fiscales y monetarias sino una intervención autónoma del banco central en un segmento del mercado financiero, con el objetivo de mantener estable el poder adquisitivo de la moneda.

El Eurosistema solamente opera con bancos, no se relaciona con los Estados. La Decisión en 2010 del Consejo de Gobierno del BCE<sup>48</sup> es clara al respecto: sólo los bancos son contrapartes; sólo cabe adquirir bonos en el mercado secundario<sup>49</sup>. El Considerando Segundo justifica la razón monetaria de la medida, y el Considerando Cuarto el requisito de no debilitar la disciplina fiscal aplicable a la zona euro. El Consejo de Gobierno es soberano al decidir cuándo, cuánto y a qué banco compra. Y la Decisión adoptada por el Consejo de Gobierno en septiembre 2012 creando un nuevo programa de intervenciones refuerza la pauta anterior al condicionar dichas intervenciones a un compromiso del Estado emisor de la deuda con el Eurogrupo<sup>50</sup> obligándose a adoptar las medidas precisas para restablecer un presupuesto en línea con el TFUE.

En conclusión: el BCE actúa en plena consistencia con su mandato en su programa de mercado de valores; no hay infracción al Art. 123

<sup>47</sup> El modelo de John Maynard Keynes de fomentar el pleno empleo mediante un «*policy mix*» de política presupuestaria y política monetaria, según el cual ambas deben ser expansionistas para financiar el crecimiento, válido tras la Gran Depresión de 1929, dejó de merecer el favor de los economistas en la década de los 1980s, cuando el planeta se vio inmerso en un proceso de «*stagflation*», esto es, inflación sin crecimiento. La filosofía «monetarista» de la Escuela de Chicago, basada en un rol neutral y estable para la moneda, se impuso con el concepto accesorio de bancos centrales independientes de la política y con el mandato prioritario de defender la estabilidad de la moneda.

<sup>48</sup> Decisión BCE 2010/5 de 14.5.2010 estableciendo un Programa de Mercado de Valores (DO L124 20.5.2010).

<sup>49</sup> El Art. 123 TFUE tiene su desarrollo en el Reglamento (CE) n° 3603/93 del Consejo, de 13 de diciembre de 1993, por el que se establecen definiciones para la aplicación de las prohibiciones a que se refieren el artículo 104 y el apartado 1 del artículo 104 B del Tratado (hoy 123). Sus Considerandos séptimo y octavo justifican la prohibición al SEBC de adquirir –directa o indirectamente– bonos soberanos en el mercado primario.

<sup>50</sup> El Eurogrupo es quien gobierna el fondo de rescate europeo, conocido como *European Financial Stability Facility* (EFSF) o su sucesor *European Stability Mechanism* (ESM).



TFUE. Se ha discutido si el BCE tendría un límite cuantitativo en la aplicación de su programa. El BCE está sujeto al principio de proporcionalidad<sup>51</sup>: no deberá exceder «*de lo necesario para alcanzar los objetivos de los Tratados*». Por ello, el BCE ha venido realizando operaciones de esterilización del dinero inyectado en la compra de bonos, de modo que el programa no afecte a la masa dineraria en circulación, sino sólo al funcionamiento defectuoso del mecanismo de transmisión de los tipos de interés del BCE. Y el Consejo de Gobierno mantiene su libertad para decidir no actuar cuando un país no cumple con sus compromisos de disciplina fiscal, de modo a no vulnerar uno de los objetivos –como antes se dijo– del Art. 123 TFUE<sup>52</sup>.

La mayor reforma del BCE que se avecina es la activación del Art. 127(6) TFUE para conferirle las tareas de supervisión prudencial afectantes<sup>53</sup> a la liquidez, solvencia y estabilidad de las entidades de crédito del área del euro. Dicha activación requiere iniciativa de la Comisión, dictamen del BCE, informe del Parlamento, y adopción de un Reglamento del Consejo por unanimidad de los 27 países de la UE. Al ser éste un procedimiento especialmente solemne, podría sostenerse que el Reglamento tiene un rango superior a los de Derecho Derivado normal, casi una cláusula de revisión simplificada del Tratado con objeto muy circunscrito, es decir, situado entre el Derecho Derivado y el Pri-

mario, pero superior al Derecho derivado existente. En todo caso, al ser un Reglamento de rango inferior al Derecho Primario, no puede afectar a las materias reguladas por preceptos de rango primario: no cabe alterar la primacía del objetivo de estabilidad de precios ni las tareas básicas del BCE (Art. 127(1)(2) TFUE), en particular la política monetaria del euro, ni su independencia (Art. 130 TFUE), o sus órganos de decisión (Art. 129 TFUE). Dada la falta de concreción, en las fechas de redacción de este capítulo, de la propuesta de activación del Art. 127(6) TFUE, el análisis que se realiza no toma en cuenta la proyectada reforma.

## REFORMAS DESEABLES EN EL ESTATUTO DEL BCE

La parte que precede argumenta la no necesidad y la dificultad de abordar una reforma de los Tratados. En esta parte se refiere a la hipotética situación de una reforma políticamente realizable en el Estatuto del BCE. ¿Qué es lo deseable? Cabría sugerir varias reformas, de mayor o menor entidad, que se exponen a continuación:

**a) Nueva gobernanza para la supervisión.** El Consejo Europeo del Área del Euro del 29 junio 2012, subsiguiente al Consejo Europeo del 25 de junio, acordó poner en marcha, *inter alia*, el proyecto de unión bancaria mediante la activación del Art. 127(6) TFUE; según dicho precepto, el Consejo puede adoptar un reglamento, por unanimidad y previa consulta al BCE y al Parlamento, confirmando al BCE tareas específicas en materia de supervisión prudencial sobre las entidades de crédito y financieras, con exclusión de las aseguradoras. La activación de dicho precepto presupone un BCE «tal cual está», esto es, las nuevas tareas se llevarían a cabo por el BCE de acuerdo con la gobernanza existente: órganos decisorios, independencia, etc. Dentro de la organización del BCE se cuidaría de separar en lo posible las tareas existentes de las nuevas funciones supervisoras, de modo a evitar posibles conflictos de interés entre política monetaria y

<sup>51</sup> Art. 5(4) TUE.

<sup>52</sup> Las intervenciones en el mercado de bonos soberanos griegos se suspendieron en los períodos de incumplimiento de sus obligaciones bajo el MoU suscrito con la UE. Para el nuevo programa del BCE de compra de bonos adoptado en septiembre 2012, véase [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html).

<sup>53</sup> En el momento de la redacción de este capítulo, septiembre 2012, la especificación de las tareas de supervisión que se encomendarán al BCE no está todavía acordada. Es posible que tareas supervisoras distintas de las relacionadas a solvencia, liquidez y estabilidad financiera se retengan a nivel nacional, como, v.gr<sup>a</sup>, las relativas a la protección de usuarios o la lucha contra el blanqueo de dinero y la financiación del terrorismo. El precepto excluye la posibilidad de conferir al BCE tareas supervisoras en materia de seguros, por lo que la parte de ese negocio que realice la banca sólo podrá recaer en el BCE en tanto que supervisor principal de conglomerados.



estabilidad de la banca. Pero las decisiones supervisoras se tomarían por el Consejo de Gobierno a propuesta del Comité Ejecutivo.

Este planteamiento adolece de dos defectos: (i) por un lado, que si se temen conflictos de interés entre decisiones monetarias y decisiones supervisoras, la necesidad de respetar los órganos decisorios previstos en el Estatuto del BCE haría que, finalmente, dichos conflictos se planteen al máximo nivel; (ii) por otro lado, que, a diferencia de las funciones básicas del Eurosistema, en las tareas de supervisión hay que contar con la existencia de supervisores separados del banco central respectivo<sup>54</sup>.

En una hipotética reforma del Estatuto del BCE, habría que ir más allá del reglamento que activará el Art. 127(6) TFUE y proveer al BCE con una gobernanza adaptada a las nuevas tareas supervisoras. Quizá un nuevo órgano de decisión, paralelo al Consejo de Gobierno, pero compuesto por los responsables de la supervisión en los países del euro (lo que sigue incluyendo a la mayoría de gobernadores, pero no todos), más los miembros del Comité Ejecutivo del BCE o un número limitado de éstos.

Sería también conveniente una reforma de los Arts. 127(1) TFUE y 2 del Estatuto del BCE que añada como objetivo secundario de éste la estabilidad del sistema financiero, manteniéndolo claramente subordinado al de estabilidad de precios. El precepto actual no menciona la estabilidad financiera como objetivo del BCE.

Debería re-considerarse si la referencia a las entidades aseguradoras en el Art. 127(6) sigue siendo válida, toda vez que los grandes bancos suelen encabezar conglomerados que incluyen el aseguramiento de riesgos, y muchos bancos rea-

lizan directamente actividades de carácter asegurador<sup>55</sup>.

Si en el curso del tiempo surgiera la conveniencia de encomendar nuevas funciones en materia de supervisión al BCE, o de cambiar o adaptar las existentes, sería preciso disponer de un procedimiento menos oneroso que el previsto en la redacción actual del Art. 127(6). Bajo el sistema actual del TFUE, podría cuestionarse que un Reglamento del Consejo activando el Art. 127(6) y confiriendo tareas de supervisión al BCE contenga una cláusula admitiendo un procedimiento simplificado para adaptar dicho Reglamento a las necesidades cambiantes de la supervisión prudencial, cuando menos a un listado de disposiciones no fundamentales. Para ello, en una hipotética reforma de los Tratados, la redacción del Art. 127(6) podría contener la facultad de cambios o añadiduras en cuestiones no fundamentales por medio de reglamentos del Consejo adoptados por mayoría cualificada «siempre que en ella estén todos los Estados miembros que hayan adoptado el euro». De esta forma se evitaría el enojoso caso de que un sólo país fuera del euro viniera a impedir o condicionar el deseo de los del área monetaria de añadir o adaptar las tareas supervisoras encomendadas al BCE. Ello requeriría modificar la redacción del Art. 127(6).

**b) Ampliación del número de consejeros ejecutivos.** El Estatuto fija en seis el número de miembros del Comité Ejecutivo. El Consejo de Gobierno se compone de los seis consejeros ejecutivos y de los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los países del euro, actualmente 17, dando así un total de 23 consejeros. Es decir, hay en el máximo órgano del BCE el triple de miembros «nacionales» frente a los seis miembros «federales» que integran el Comité Ejecutivo del BCE. Cuando el Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales Nacionales de la Comunidad Europea redactó el proyecto de Estatuto del BCE en 1990, la Comunidad tenía 12 miembros, de los que el Reino Unido gobernado por

<sup>54</sup> En Alemania y Francia, los supervisores (Bafin y Autorité de Contrôle Prudentiel) están fuera de los bancos centrales respectivos (aunque éstos realizan funciones de apoyo del supervisor); en Luxemburgo y Malta, los supervisores son independientes de los bancos centrales respectivos; en Finlandia y Estonia, los supervisores son «agencias autónomas» de los bancos centrales. En los demás países del euro, los bancos centrales nacionales tienen la función de supervisión.

<sup>55</sup> V.gr. garantías y avales (*Letters of credit, performance bonds*, seguros de vida en préstamos al por menor, etc.).



Margaret Thatcher ya había manifestado su oposición a una unión monetaria<sup>56</sup>, y otros veían su realización con escepticismo. En términos realistas, la unión monetaria se veía *de facto* limitada a una media docena de Estados miembros como máximo<sup>57</sup>. La cifra de seis miembros de la Comisión Ejecutiva se puso en la idea de contraponer un «centro» federal equivalente a una «periferia» nacional, y, en la hipótesis –improbable entonces– de que once países entraran en la unión monetaria, la proporción entre centro y periferia sería de 1:2. La realidad fue que en 1998 once Estados superaron el «examen de convergencia», y en 2001 Grecia también, llegándose tras sucesivas ampliaciones al número actual de 17 países del euro. El peso relativo del Comité Ejecutivo es hoy un cuarto del total de votos del Consejo de Gobierno. En teoría, todos los miembros del Consejo de Gobierno actúan en interés de la zona euro en su conjunto, y no en defensa de sus intereses nacionales. La crisis ha afectado a unos países más que a otros, lo que ha tenido como consecuencia una acentuación de las diferencias entre las necesidades financieras de cada país, por lo que existe el riesgo de que los gobernadores miembros del Consejo de Gobierno tiendan a proteger con prioridad los intereses de su país más que a los del conjunto de la zona monetaria. En todo caso, con un Consejo de 23 o más miembros<sup>58</sup>, las proporciones de gobernanza concebidas en 1990 se han perdido, y las fuerzas «centrífugas» tienen en conjunto más poder que el «centro». Si se tiene en cuenta el proyecto de encomendar al BCE la supervisión de los bancos de la zona monetaria, con la ingente problemática que ello conllevará, y entre ella una fuente de tensión entre centro y periferia, parecería lógica y recomendable una recomposición del equilibrio inicial entre Comité

Ejecutivo y Consejo de Gobierno en una hipotética reforma del Estatuto del BCE.

Dicha reforma podría tener dos líneas directrices:

- 1) Por un lado, reducir el tamaño del Consejo de Gobierno, de modo no sólo a ser más funcional, sino establecer los incentivos necesarios para que sus miembros atiendan no sólo a los intereses de sus países respectivos sino al conjunto de la zona monetaria; el sistema introducido en el Tratado de Niza<sup>59</sup> de configurar tres grupos de gobernadores con una rotación entre ellos va en la buena dirección, pero complicando enormemente la eficiencia en las discusiones y decisiones; un número máximo de miembros podría ser 15, más del doble del número de gobernadores del Federal Reserve Board de los Estados Unidos<sup>60</sup> y del número de miembros del Consejo de Deutsche Bundesbank<sup>61</sup>, y muy superior al de los órganos de gobierno del Banco de Inglaterra<sup>62</sup> o del Banco de Francia<sup>63</sup>.
- 2) Por otro lado, equilibrar la influencia del «centro» con la «periferia»; cómo cifrar la composición es sin duda tema político; por ejemplo, 8 de 15 para la «periferia» y 7 para el Comité Ejecutivo podría ser quizás una solución más conforme con los diseños iniciales. Dado que no todos los gobernadores nacionales formarían parte del Consejo de Gobierno, habría que acor-

<sup>59</sup> Ver Art. 10.2 del Estatuto del BCE.

<sup>60</sup> Son siete gobernadores, designados por el Presidente y confirmados por el Senado; el Federal Open Market Committee (FOMC) que gestiona la política monetaria, se compone de los siete gobernadores federales más cinco presidentes de los bancos del Federal Reserve System designados entre sus doce *constituencies*.

<sup>61</sup> Seis miembros designados por el Presidente Federal alemán, de los que tres a propuesta del Gobierno Federal (entre ellos Presidente y Vicepresidente), y tres a propuesta conjunta del Bundesrat (Cámara de los Länder) y del Gobierno Federal.

<sup>62</sup> Nueve miembros de su Consejo de Administración («Court of Directors»), y nueve miembros del Comité de Política Monetaria.

<sup>63</sup> Tres miembros de su Consejo General.

<sup>56</sup> Conclusiones de la Presidencia, Consejo Europeo de Roma, 27-28 octubre 1990.

<sup>57</sup> Francia, Alemania, Dinamarca (cuya moneda estaba ya vinculada al marco alemán) y el Benelux. Austria, Finlandia y Suecia sólo entrarían en la UE en 1995. La siguiente gran ampliación de la UE fue en 2004.

<sup>58</sup> Sin descartar nuevas incorporaciones en los próximos años; Letonia ha anunciado su propósito de adoptar el euro en 2014, y Lituania puede seguirla.

dar un método de selección; el sistema podría basarse en el concepto del Art. 10.2 del Estatuto del BCE, de modo a tener tres grupos de países –cada grupo una *constituency*– por tamaños e importancia económica y financiera. El Fondo Monetario Internacional tiene un sistema de *constituencies* o grupos de países representados por un sólo consejero ejecutivo, que ha venido funcionando correctamente desde su origen<sup>64</sup>. Podría cuestionarse un sistema de *constituencies* con el argumento de que los gobernadores así seleccionados se considerarían «representantes» de sus *constituencies* respectivas, más que del conjunto de la zona monetaria. Frente a esta consideración podría decirse que es un paso en la buena dirección de evitar que miembros del Consejo de Gobierno defiendan intereses puramente nacionales, ya que al menos estarían designados por varios países y estarían sujetos a coordinar entre los miembros de la *constituency* las posiciones a tomar. Un sistema selectivo, en vez de uno omni-compreensivo, no se opondría a invitar y escuchar al gobernador de un país que tuviera una problemática especial, y que no fuera en ese momento miembro del Consejo de Gobierno, antes de adoptar decisiones que le vinieran a afectar. Que las ideas anteriores sean políticamente realizables es otra cuestión, pero van en la dirección de conseguir un Consejo de Gobierno más «federal» que multinacional.

**c) Mejoras en los procedimientos de designación de miembros de la Comisión Ejecutiva y del Consejo de Gobierno.** El Tratado de Lisboa ha incorporado al Estatuto del BCE la línea de supresión de requisitos de unanimidad llevada a

cabo a lo largo y ancho de todo el texto del TFUE<sup>65</sup>, al establecer que la designación de los miembros del Comité Ejecutivo se haga por mayoría cualificada del Consejo Europeo y no por unanimidad. El Parlamento y el BCE sólo tienen la tarea de «opinar» sobre el candidato, no prevista, por cierto, en el Derecho primario de la Unión. Es una importante mejora, sin duda. Pero no hay un procedimiento establecido para evaluar a los candidatos: los Estados del euro proponen a quien mejor les parece, y de la negociación política resulta la designación del candidato; en ella se barajan otros altos nombramientos, europeos o mundiales<sup>66</sup>, y se «reparte la tarta» en base a los pactos que puedan hacerse, sin transparencia ni informe de evaluación. El Estatuto del BCE sólo requiere que se trate de personas de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios, dejando la evaluación de dichos requisitos al juicio de los gobiernos proponentes y de los negociadores políticos. Un procedimiento más equiparable al norteamericano<sup>67</sup> requeriría que un comité del Parlamento examinara y evaluara a los candidatos, y que el Eurogrupo dedicara una sesión a conocer en persona y dialogar con cada candidato para tomar en cuenta, además de un «curriculum vitae» escrito, la experiencia en asuntos monetarios y bancarios, la personalidad y capacidad de comunicación de los candidatos, su experiencia de liderazgo y de gestión de equipos, y la diversidad de género<sup>68</sup>. Sólo al final, acudir al voto. La pobreza del procedimiento actualmente previsto por el Tratado ha incidido en dar a los nombra-

<sup>64</sup> El sistema ha venido funcionando tan bien que a pesar de la unificación monetaria en Europa el mecanismo de las *constituencies* sigue en vigor con escasas modificaciones, cuando desde una perspectiva de lógica, la zona monetaria del euro debería actuar como *constituency*, en vez de mantener sus Estados miembros su peculiar política de *constituencies* individual.

<sup>65</sup> En la línea iniciada por los tratados de Amsterdam y Niza.

<sup>66</sup> En la renovación del Comité Ejecutivo de 2012 estaban en juego (i) la presidencia del Eurogrupo, (ii) la presidencia del fondo de rescate europeo, y (iii) la presidencia del BERD.

<sup>67</sup> El Estatuto de la Reserva Federal requiere (i) que el candidato sea examinado por el Senado, y (ii) que no haya dos (de los siete) gobernadores procedentes del mismo distrito federal (la Reserva Federal se divide en 12 distritos).

<sup>68</sup> En el último procedimiento de selección de un miembro del Comité Ejecutivo, el Parlamento hizo cuestión «de Estado» que los países del euro presentaran candidatos de los dos sexos, a la vista de un Comité Ejecutivo y un Consejo de Gobierno exclusivamente masculino. Ello ha sido una de las causas de la falta de designación de un candidato en tiempo oportuno.



mientos un carácter excesivamente político<sup>69</sup>, que afortunadamente no ha traído hasta la fecha como consecuencia nombramientos inadecuados.

**d) Presencia del Eurogrupo, no del Ecofin, en el BCE.** El Tratado de Lisboa ha dado reconocimiento normativo al Eurogrupo<sup>70</sup>, sin duda un acierto dados los intensos vínculos creados entre los países del euro por la unión monetaria. Pero no ha llegado a la consecuencia lógica de modificar el Art. 284 TFUE de modo que sea el Presidente del Eurogrupo, y no el Presidente del Ecofin, quien pueda participar con voz pero sin voto en las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE. El Presidente del Ecofin es el Ministro de Finanzas del país que ostente por rotación la Presidencia de la UE, que puede ser un país fuera del área euro, y en todo caso rota cada seis meses. De hecho, cuando la Presidencia de la UE ha recaído en un Estado fuera del euro, el Presidente del Ecofin ha tenido siempre la cortesía de ceder su puesto al del Eurogrupo; pero esa situación normativa es irregular y habría que corregirla.

**e) Capacidad del BCE para crear agencias.** El Estatuto del BCE no le habilita para crear agencias con personalidad separada, o sociedades filiales. El Art. 22 del Estatuto BCE le permite prestar servicios de liquidación y de pagos. Y la integración de servicios financieros en el área monetaria se facilita con otras infraestructuras que el Eurosistema quisiera y podría establecer, como v.gr., un repositorio de datos de instrumentos financieros complejos, como las *asset-backed securities* (ABS), accesible al público; o una agencia de notación de bonos soberanos; o una fábrica de moneda (billetes euro) del Eurosistema, que sustituya a las existentes en varios bancos centrales nacionales; o unificar los departa-

mentos de innovación tecnológica de los billetes euro en un centro compartido por los bancos centrales nacionales, que pueda ser titular de patentes; etc. Una hipotética reforma del Estatuto del BCE debería claramente habilitarle para utilizar ese tipo de vehículos, de carácter instrumental y accesorio a sus tareas básicas, que le permitan hacerlo con varios, y no todos, los bancos centrales nacionales (*coalition of the willing*), o incluso con empresas privadas<sup>71</sup>, con agilidad y previa aprobación del Consejo de Gobierno, sin tener que involucrarle luego en las decisiones ejecutivas de dichas entidades.

**f) Convergencia de inflación.** El Art. 140(1) y el Protocolo N.º 13 sobre Criterios de Convergencia se refieren a la inflación de «*los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios*» como punto de referencia. Dicho precepto y Protocolo<sup>72</sup> data de 1990, en una Comunidad de 12 países, cuando no se había definido todavía el concepto de «estabilidad de precios». En una UE de 27 Estados, la aplicación de esta referencia ha dado lugar a que países fuera del euro sean los que marcasen el punto de «convergencia» para acceder al euro en 2004<sup>73</sup>, 2006<sup>74</sup> y 2007<sup>75</sup>. El Parlamento resolvió en 2006 proponer la reforma de dichos artículo y Protocolo, para incorporar como criterio de referencia el concepto de «estabilidad de precios» adoptado por el BCE<sup>76</sup>. El miedo a «abrir la caja de Pandora» de una reforma de la convergencia ha motivado que esta razonable petición quedara pronto olvidada.

<sup>69</sup> La dimisión del miembro del Comité Ejecutivo italiano Sr. Bini Smaghi a finales de 2011 tuvo presumiblemente por causa la designación de otro italiano, Dr. Draghi, como Presidente del BCE, a pesar de no haber cumplido los 8 años de su mandato. Este incidente introdujo sombras en la gobernanza del BCE, en el que la independencia y neutralidad nacional son pilares fundamentales.

<sup>70</sup> Art. 137 TFUE y Protocolo N.º 14 sobre el Eurogrupo.

<sup>71</sup> Las limitaciones presupuestarias, unido al hecho de que los intereses públicos y privados pueden coincidir en varias áreas de la vida social y económica, han hecho cada vez más frecuente y posible en el Derecho Administrativo y Hacendístico los llamados «PPP» (*Public-Private Partnerships*), según los cuales es posible la creación de entidades que contribuyen al interés general con una suma de recursos privados y públicos.

<sup>72</sup> El Protocolo dice en su preámbulo que su objeto es guiar a la UE en su tránsito a la Tercera Fase de la UEM, y prevé en su Art. 6 una revisión posterior de los criterios de convergencia y consiguiente adaptación del Protocolo.

<sup>73</sup> Dinamarca, Lituania y Suecia.

<sup>74</sup> Finlandia, Polonia y Suecia.

<sup>75</sup> Finlandia, Polonia y Suecia.

<sup>76</sup> Resolución del Parlamento (2006/2103/INI) de 1.6.2006 sobre ampliación de la zona euro.

**g) Poder normativo en el ámbito de los billetes euro.** La función de emisión de moneda fiduciaria, esto es, billetes, requiere no solamente del poder de regular la emisión, sino también de la capacidad para organizar su producción, transporte, y logística. Sin embargo, el Estatuto del BCE es muy parco en su base legal, ya que se limita a otorgar al BCE el poder de autorizar su emisión. Hay discrepancia entre el TFUE<sup>77</sup> y el Estatuto del BCE<sup>78</sup> en cuanto el primero ubica esta función emisora en el capítulo sobre «Política monetaria», mientras que el segundo la incluye en el capítulo de «Organización del SEBC». La ubicación no es baladí, ya que la potestad reglamentaria del BCE<sup>79</sup> se circunscribe a la política monetaria, política de cambios y al sistema de liquidación y de pagos; y, si uno se ciñe al Estatuto, literalmente la función emisora no se enmarca en el concepto de política monetaria. Lo cierto es que el anteproyecto de Estatuto elaborado por el Comité de Gobernadores en 1989-1990 incluía como primer precepto del capítulo sobre política monetaria el de la emisión de billetes; fue en la Conferencia Intergubernamental de Maastricht cuando ese precepto se *movió* de capítulo, sin justificación ni transparencia alguna, en el Estatuto, manteniéndose sin embargo en el cuerpo del Tratado dentro del capítulo monetario. El resultado de ello es que cabe argumentar la ausencia de base legal para que el BCE regule los billetes más allá de su emisión; también es cierto que cabría argumentar lo contrario si se atiende al TFUE. En todo caso, en la duda, la práctica ha sido encomendar al legislador comunitario ordinario el grueso de las normas necesarias para regular la logística de los billetes de euro, y no por el BCE<sup>80</sup>. El BCE suple parcialmente este defecto mediante el uso de «Decisiones» sin destinatario, que son jurídicamente vinculantes para quien las adop-

<sup>77</sup> Art. 128(1)

<sup>78</sup> Art. 16.

<sup>79</sup> Art. 34.1 Estatuto del BCE.

<sup>80</sup> Ejemplos son el Reglamento del Consejo No. 1338/2001 sobre protección de los billetes, o el Reglamento del Parlamento y del Consejo No. 1214/2001 sobre el transporte de billetes por carretera.

ta<sup>81</sup>. Una reforma del Estatuto del BCE podría re-incorporar su Artículo 16 al capítulo «Funciones y Operaciones monetarias del SEBC», en línea con los estatutos de los bancos centrales nacionales<sup>82</sup>.

**h) Terminología.** Una vez reconocido en el Art. 282 TFUE el término «Eurosistema» como el que identifica al conjunto de bancos centrales del euro, diferente por tanto del acrónimo «SEBC» que engloba a todos los bancos centrales de la Unión, habría que realizar una adaptación terminológica del TFUE y del Estatuto BCE y pasar a usar el término «Eurosistema» en todos los casos en los que el precepto se refiere a los bancos centrales del euro, dejando «SEBC» para aquellos casos en que el precepto se refiere a todos los de la Unión. Ello facilitaría la lectura y comprensibilidad del TFUE y Estatuto, y evitaría los farragosos artículos que enumeran qué artículos se aplican al Eurosistema y cuáles al SEBC (v.gr. Art. 42 Estatuto BCE).

## CONCLUSIONES

Este trabajo se inclina por evitar una reforma del Estatuto del BCE. El riesgo de «abrir la caja de Pandora», unido a la enorme dificultad política de reformar los tratados, sobre todo con unos mercados financieros atentos y sensibles a las evoluciones del mundo político, aconsejan la máxima prudencia. Las medidas que se han acometido o se están acometiendo tienen el potencial de superar la presente crisis, por lo que no parece conveniente incrementar riesgos con pretensiones no plenamente justificadas de reformas en los Tratados, y susceptibles de controversia política y de tensiones no pertinentes.

<sup>81</sup> Así, como ejemplo, el BCE se autoobliga a admitir la maquinaria que recicla billetes (por ejemplo, los cajeros automáticos) sólo si cumple aquellas condiciones establecidas en su Decisión ECB/2010/14 de 16.9.2010. Pero es un Reglamento comunitario (N.º 44/2009, del 18.12.2008) el que impone a las empresas que reciclan billetes la obligación de adecuarse a las condiciones establecidas por el BCE.

<sup>82</sup> Por ejemplo, el Art. 14 del Estatuto del Deutsche Bundesbank sobre Billetes, se ubica en el capítulo «Poderes monetarios».



En el supuesto hipotético de contemplar una modificación de los Tratados, las mejoras a introducir serían las derivadas de (1) acomodar la nueva tarea encomendada al BCE de la supervisión bancaria, con una gobernanza establecida en el Derecho Primario adecuada a la función a realizar, y con la inserción del objetivo de estabilidad financiera en la parte del Estatuto que fija los objetivos del BCE; (2) reformar la gobernan-

za general del BCE en cuanto al régimen de sus órganos de gobierno, en los términos antes expuestos tendentes a mejorar su funcionalidad y su carácter «federal» ante una creciente re-nacionalización de los sistemas financieros; y (3) realizar un «*toilettage*» que corrija las varias imperfecciones –ninguna de ellas fundamental– que los textos actuales presentan, y que quedan descritas anteriormente.



# TARGET2: QUÉ SIGNIFICA Y QUÉ IMPLICA<sup>1</sup>

Javier Alonso<sup>2</sup>  
Carlos Conesa<sup>3</sup>

## 1. INTRODUCCIÓN

Los sistemas de pago son infraestructuras clave para el buen funcionamiento de los mercados financieros y de la economía en general, pero tradicionalmente han sido poco conocidos fuera de círculos especializados. En los últimos tiempos estos sistemas están recibiendo una mayor atención debido al desarrollo experimentado en las últimas décadas por los mercados financieros y al consiguiente incremento de los volúmenes e importes procesados. Este crecimiento ha hecho que aumente la percepción del riesgo sistémico asociado a su funcionamiento y la consiguiente necesidad de gestionarlo, lo que ha provocado una transformación completa de estas infraestructuras en todo el mundo.

En Europa, esta transformación ha sido además impulsada por la implantación de la moneda única. La aparición del euro ha provocado grandes cambios en los sistemas de pago de los países de la eurozona, que han llevado a cabo un gran esfuerzo de consolidación y armonización de sus infraestructuras para adaptarlas al área monetaria unificada.

Estos factores han cristalizado en la creación del sistema de liquidación bruta en tiempo real

para el euro, TARGET2. Este sistema paneuropeo, propiedad de los bancos centrales del Euro-sistema, es el principal sistema de pagos de la eurozona, y constituye una infraestructura esencial para la liquidación de las operaciones de política monetaria, para la liquidación final en dinero del banco central de un gran número de infraestructuras del mercado y, en general, para el funcionamiento de los mercados financieros de la zona del euro.

Este artículo tiene como objetivo explicar el funcionamiento de TARGET2, sus orígenes, su evolución y su papel en el mercado financiero (sección 2), así como contribuir al debate actual sobre el funcionamiento de TARGET2 durante la presente crisis y repasar los principales retos que se le plantean al sistema de cara al futuro (sección 3).

## 2. QUÉ ES TARGET2

### 2.1. Los orígenes de TARGET2: un poco de historia

Para ahondar en los orígenes de TARGET es necesario remontarnos al inicio de los años 90. Hasta aquel momento, los sistemas de pago de los diferentes países europeos se habían desarrollado en sus respectivos entornos nacionales y presentaban una gran heterogeneidad, causada por las diversas circunstancias históricas, técnicas, institucionales y legales de cada país. A principios de los años 90, sin embargo, dos factores fundamentales iban a cambiar completamente el

<sup>1</sup> Las opiniones expresadas en este trabajo son de la exclusiva responsabilidad de los autores y no necesariamente coinciden con las del Banco de España o el Eurosistema.

<sup>2</sup> Director General de Operaciones Mercados y Sistemas de Pago del Banco de España.

<sup>3</sup> Responsable de la Unidad de Vigilancia de Sistemas de Liquidación, del Departamento de Sistemas de Pago del Banco de España.



panorama europeo en un breve espacio de tiempo. El primero, no específicamente europeo, fue la creciente toma de conciencia sobre los riesgos sistémicos que un mal funcionamiento de estas infraestructuras podría suponer para el sistema financiero en su conjunto. El segundo fue el proceso de integración europea, que demandaba la implantación de sistemas de pago seguros, eficientes, y que fuesen capaces de dar soporte a la creación y el funcionamiento de un verdadero mercado único.

Como resultado de estos factores, a lo largo de la década se fueron realizando diversos avances que cristalizarían en la puesta en marcha de TARGET. Ya en 1992, los gobernadores de los bancos centrales de la Unión Europea (UE)<sup>4</sup> destacaban la importancia de los sistemas de pago para asegurar la eficacia de una política monetaria única en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM). La implantación de la moneda única requeriría que la liquidez pudiera moverse libremente por toda el área con rapidez y a bajo coste, para evitar que los tipos de interés interbancarios pudiesen diferir en diversas zonas de la UEM, lo que afectaría negativamente a la implementación de una política monetaria única. Por todo ello, se concluyó que en la tercera fase de la UEM se necesitaría disponer de un sistema de pagos de alto valor paneuropeo.

En 1995, el Consejo del Instituto Monetario Europeo, antecesor del Banco Central Europeo (BCE), tomó la decisión de construir dicho sistema, que se denominaría TARGET (Trans European Automated Real time Gross settlement Express Transfer System), y estaría basado en dos principios fundamentales: el de libre mercado y el de descentralización.

En cuanto al primer principio, aunque TARGET sería público (propiedad de los bancos centrales de la UE y operado por ellos mismos), la prestación de servicios tendría como objetivo la

plena recuperación de costes y el sistema operaría en competencia con otros sistemas privados. La utilización de TARGET no sería obligatoria, ni siquiera para pagos de muy alto importe, que podrían también canalizarse a través de sistemas alternativos. Como excepción a esta regla, los pagos relacionados con las operaciones de política monetaria se llevarían a cabo necesariamente en TARGET.

En relación al segundo principio, TARGET no sería una infraestructura centralizada, sino que se formaría a partir de la interconexión de los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) que cada uno de los países europeos estaba implantando en aquel momento<sup>5</sup>. Estos sistemas tenían diferencias, pero presentaban unas características mínimas comunes que facilitarían su interconexión en el momento en el que se lanzase la moneda única. Dicha interconexión se lograría a través de una red privada denominada Interlinking (que permitiría el proceso de pagos transfronterizos entre entidades de dos países pertenecientes a TARGET).

<sup>4</sup> Informe anual del Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de los Estados Miembros de la Comunidad Económica Europea - 1992.

<sup>5</sup> En 1993, los bancos centrales de la UE publicaron un informe con las «Normas mínimas comunes para los sistemas de pago de la Comunidad» (Minimum Common Features for Domestic Payment Systems». Working Group on EC Payment Systems, Noviembre 1993). El objetivo era establecer unas reglas armonizadas que evitasen que las diferencias entre los diversos sistemas de pago nacionales creasen amenazas para su buen funcionamiento, distorsionasen las condiciones competitivas o creasen oportunidades de arbitraje regulatorio. El informe incluía la recomendación de implantar lo antes posible un sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) operado por el respectivo banco central en cada país de la Unión. Un SLBTR ofrece liquidación firme y en tiempo real de las operaciones, en dinero del banco central si está operado por éste, eliminando así el riesgo de crédito para los participantes. La reducción del riesgo hizo que se optase por los SLBTR en lugar de los sistemas de liquidación neta diferida, que eran mucho más habituales en aquel momento.



## CUADRO 1. LAS CARACTERÍSTICAS MÍNIMAS COMUNES DE LOS SLBTR DE LA UE

La primera generación del sistema TARGET era un sistema de sistemas, creado a partir de la interconexión de los SLBTR nacionales de los bancos centrales de los países de la Eurozona. En el ámbito estrictamente nacional, cada SLBTR tenía sus peculiaridades propias y podía ofrecer servicios adicionales adaptados al mercado local, siempre y cuando se respetasen las reglas mínimas comunes adoptadas por los bancos centrales nacionales (BCN) del Eurosistema. Estas reglas comunes eran bastante limitadas, por lo que la armonización de las características y servicios de los SLBTR nacionales se reducía a los aspectos fundamentales del sistema. Los principales aspectos armonizados eran los siguientes:

- Liquidación bruta y en tiempo real de las operaciones.
- Reglas de acceso similares en todos los componentes nacionales.
- Financiación intradía para facilitar la liquidación de operaciones. Esta financiación se concedía de forma gratuita y era potencialmente ilimitada siempre que se aportase el colateral necesario de acuerdo con un marco común.
- Horarios y calendario armonizados para todos los componentes nacionales.
- Un único esquema de precios para las operaciones transfronterizas.

Este enfoque de mínimos tenía una serie de ventajas. La principal era que permitía acelerar y abaratar el proceso de creación del nuevo sistema, ya que no se partía de cero. Por otro lado, las entidades mantendrían sus cuentas de liquidación en el BCN respectivo, y se permitiría que cada SLBTR nacional ofreciese, además de los servicios básicos, servicios adicionales adaptados al mercado local. Partiendo de estas premisas, se comenzó con el desarrollo del nuevo sistema con el objetivo de que entrara en funcionamiento coincidiendo con el lanzamiento del euro.

### 2.2. Retos y problemas de TARGET

Desde su entrada en funcionamiento y hasta 2008, TARGET respondió a esta estructura descentralizada. En ese período se consolidó como uno de los mayores SLBTR mundiales, permitiendo la liquidación de pagos interbancarios en euros en tiempo real y convirtiéndose en una herramienta fundamental para la implantación de la política monetaria única. El sistema no sólo se usaba para la canalización de pagos interbancarios de alto valor, sino que también se utilizaba

de forma significativa para transmitir pagos comerciales de clientes de menor importe.

Sin embargo, ya durante los primeros años de funcionamiento, la configuración descentralizada de TARGET evidenció algunos problemas que hicieron aconsejable una revisión en profundidad del sistema. En primer lugar, los precios y servicios ofrecidos en los diversos componentes no estaban armonizados (más allá de los pagos transfronterizos), como tampoco lo estaban los interfaces y canales de comunicación entre cada componente nacional y sus participantes. Esta falta de armonización hacía que los costes derivados de la participación y la experiencia de los usuarios en los diversos países fuesen muy diferentes, lo que generaba problemas, sobre todo, a las entidades con presencia en más de uno de dichos componentes. Estas entidades demandaban una armonización total de servicios y precios que les permitiese una gestión de tesorería realmente unificada.

Por otro lado, la estructura descentralizada del sistema hacía necesario disponer en paralelo de un SLBTR por país participante. Esta dispersión impedía disfrutar de las economías de esca-



la que se generarían con la acumulación de operaciones en una única plataforma técnica, y hacía que el sistema fuese propenso a la ineficiencia en términos de coste.

Todos los problemas mencionados (ineficiencia en términos de coste, multiplicidad de plataformas técnicas, precios, servicios y canales de comunicación heterogéneos) se agudizarían con la ampliación del sistema a medida que nuevos países accediesen al mismo. Por ello, en el seno del Eurosistema se empezó a discutir cómo mejorar estos aspectos sin alterar la característica fundamental de TARGET: la liquidación bruta en tiempo real en dinero del banco central.

En octubre del 2002, el Consejo de Gobierno del BCE decidió abrir el debate publicando un documento sobre la evolución del sistema a largo plazo. Los objetivos de la reforma planteada eran tres: (i) mejorar el servicio prestado a los usuarios a través de una mayor armonización de servicios y precios, (ii) garantizar una mayor eficiencia de costes, y (iii) permitir una fácil y barata integración en el sistema de nuevos países. Tras consultar con el mercado, se puso de manifiesto que los participantes en TARGET, sobre todo las entidades de mayor tamaño y mayor presencia internacional, estaban a favor de esta reforma y apoyaban la integración del sistema en una plataforma técnica única, que ofrecería servicios y precios totalmente armonizados. En consecuencia, el proyecto de reforma se puso en marcha. Desde 2003 y hasta 2007, el Eurosistema diseñó y probó la nueva generación del sistema, TARGET2, basada en la centralización técnica y en la máxima armonización de precios y servicios. La migración al nuevo sistema se realizó por fases entre noviembre de 2007 y mayo de 2008, fecha a partir de la cual TARGET2 sustituyó completamente a la antigua versión del sistema.

## 2.3. TARGET2: Estructura y funcionamiento

### 2.3.1. *Funcionamiento básico*

TARGET2, al igual que su antecesor, es un SLBTR para la liquidación de transferencias

interbancarias en dinero del banco central. Las principales diferencias respecto a la versión anterior del sistema residen en la centralización de las operaciones en una plataforma técnica compartida por todos los bancos centrales adheridos. La utilización de la misma plataforma técnica permite la total armonización de precios y servicios, tanto en el ámbito nacional como en el transfronterizo, superando la heterogeneidad que caracterizaba a la primera generación de TARGET, y resolviendo los problemas apuntados en la sección anterior. La utilización de una misma plataforma técnica permite generar economías de escala, mejorando así el grado de recuperación de costes. También simplifica la integración de nuevos países en el área del euro, ya que la adhesión al sistema se resuelve, desde el punto de vista técnico, con la apertura de cuentas de liquidación para sus entidades en la plataforma única.

A pesar de esta unificación técnica, el sistema TARGET2 sigue siendo un sistema descentralizado desde el punto de vista legal. Legalmente, cada banco central dispone de un SLBTR independiente (en el caso español, se denomina TARGET2-Banco de España) y sigue manteniendo las relaciones con sus respectivos participantes. A la hora de acceder al sistema, las entidades contratan el acceso y abren una cuenta de liquidación con su banco central. La descentralización legal tiene, sin embargo, pocas consecuencias prácticas, ya que las reglas que aplican todos los componentes de TARGET2 están armonizadas al máximo<sup>6</sup>.

Como SLBTR del euro, los 17 BCN de la Eurozona y el BCE están adheridos a TARGET2. Además, se permite el acceso al sistema, en condiciones especiales, a los bancos centrales nacio-

<sup>6</sup> Las reglas armonizadas del sistema se recogen en el anejo 2 de la Orientación del BCE de 26 de abril de 2007 sobre TARGET2. En el caso español, estas reglas se adoptaron en la «Resolución de 20 de julio de 2007, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, de aprobación de las cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de participación en TARGET2-Banco de España (TARGET2-BE)» (BOE de 20 de diciembre), disponible en [http://app.bde.es/clf\\_www/leyes.jsp?tipoEnt=0&id=75237](http://app.bde.es/clf_www/leyes.jsp?tipoEnt=0&id=75237)



nales de la UE (y sus respectivas comunidades bancarias) que no pertenecen a la eurozona. En concreto, se imponen unos ciertos límites a la financiación intradía en euros que estos bancos centrales pueden proveer a sus participantes, y la posición de estas comunidades debe ser en todo momento acreedora respecto a los bancos centrales del Eurosistema en su conjunto. De esta forma, seis bancos centrales adicionales (los de Dinamarca, Polonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía) también están adheridos a TARGET2, permitiendo que sus respectivas comunidades bancarias intercambien pagos en euros con el resto de participantes en TARGET2.

### 2.3.2. Estructura técnica

TARGET2 está basado en el uso de una plataforma técnica compartida, denominada SSP (siglas de «single shared platform»). La SSP está operada por los bancos centrales de Alemania, Italia y Francia en nombre del Eurosistema, y sigue un diseño modular, en el que cada módulo realiza una serie de tareas bien definidas.

El principal módulo de la SSP es el módulo de pagos (Payments Module, PM). En él se localizan las cuentas de los participantes directos y se producen los adeudos y abonos en tiempo real para liquidar las operaciones de pago. Otros módulos de importancia son los de información y control, de datos estáticos y de contingencia.

### 2.3.3. Tipos de operaciones

TARGET2 está diseñado para procesar transferencias en euros de cualquier importe. El uso del sistema es obligatorio para la liquidación de las operaciones de política monetaria, para la liquidación de la parte en euros de las operaciones de divisas del Eurosistema y para la liquidación de los sistemas netos de grandes pagos. Sin embargo, también se utiliza de forma voluntaria para la liquidación de muchas otras operaciones que podrían procesarse por sistemas alternativos. Dado que el sistema ofrece unos servicios de

liquidación rápidos y seguros (firmeza en tiempo real y uso de dinero del banco central como activo de liquidación), es el canal habitual para realizar transferencias interbancarias de alto importe. Por su rapidez, también se usa en buena medida para canalizar las transferencias urgentes de los clientes de los participantes. El sistema procesa por tanto dos formatos de transferencia adaptados a estos dos tipos de pagos: transferencias interbancarias y transferencias de clientes.

TARGET2 también procesa un número muy reducido de adeudos directos, circunscritos al ámbito interbancario (es decir, no se procesan adeudos en relación con operaciones de clientes) y limitados a ciertas operaciones de liquidación de sistemas vinculados<sup>7</sup>.

### 2.3.4. Gestión de riesgos financieros

Al ser un sistema de liquidación bruta en tiempo real, TARGET2 elimina virtualmente el riesgo de crédito para los participantes, ya que sólo se pueden liquidar operaciones si el emisor de la transferencia dispone de fondos en su cuenta o acceso a crédito intradía. La liquidación inmediata y en dinero del banco central proporciona la máxima seguridad al receptor de los fondos. Únicamente los bancos centrales soportan un cierto riesgo de crédito al proporcionar a los participantes crédito intradía para facilitar la liquidación de operaciones. Para mitigar este riesgo se exige que dicho crédito esté totalmente colateralizado, aplicando el mismo marco de gestión de riesgo que se aplica a las operaciones de política monetaria (lista de activos elegibles, *haircuts*). El crédito intradía es, en principio, ilimitado, siempre y cuando se disponga del colateral necesario. Su concesión es gratuita si el crédito se limita al día en cuestión y se cancela antes del cierre del siste-

<sup>7</sup> Se denominan «sistemas vinculados» a aquellas infraestructuras de pago y liquidación (sistemas de pago de alto valor, sistemas minoristas, sistemas de liquidación de valores o entidades de contrapartida central) que utilizan TARGET2 para la liquidación final de sus posiciones de efectivo en euros.



ma. En caso contrario, se entenderá que la entidad accede a la facilidad marginal de crédito al tipo de interés correspondiente<sup>8</sup>.

### 2.3.5. Herramientas para la gestión de la liquidez

Los SLBTR exigen una amplia liquidez para operar correctamente, por lo que es habitual que este tipo de sistemas dispongan de herramientas para economizar las necesidades de los participantes y facilitar su gestión. En TARGET2, como hemos visto, los participantes tienen un amplio acceso al crédito intradía y pueden utilizar inmediatamente los fondos recibidos (lo que permite una rápida circulación de la liquidez), pero el sistema cuenta además con una amplia gama de mecanismos que permiten a los participantes gestionar con rapidez y eficacia su liquidez. Entre estos mecanismos destaca un moderno sistema de gestión de colas de órdenes, que cuenta con varios algoritmos de optimización para detectar pagos que pueden ser liquidados de forma simultánea. Los participantes también cuentan con la posibilidad de asignar diferentes prioridades a las órdenes de pago (normal, urgente o muy urgente) y reservar una parte de la liquidez disponible para las categorías con mayor prioridad. Por otro lado, es posible enviar los pagos al sistema con antelación o fijar etiquetas horarias a determinadas órdenes, a fin de que se ejecuten solo hasta o desde determinada hora. A fin de regular los flujos netos intercambiados con otras entidades, los participantes pueden establecer, si así lo desean, límites bilaterales respecto a determinadas entidades o multilaterales para el con-

junto de participantes en el sistema; de esta forma, si se alcanza el límite establecido, los pagos enviados a estas entidades no se liquidarán aunque haya fondos disponibles, y permanecerán en cola hasta que la contrapartida realice pagos a la entidad que fijó el límite. Finalmente, cabe destacar la posibilidad de utilizar un servicio de agregación de liquidez (*liquidity pool*) entre una matriz y sus sucursales o entidades pertenecientes a un mismo grupo bancario. Este servicio permite acceder a la información y gestionar la liquidez de todo el grupo de forma centralizada, aunque las diferentes entidades o sucursales operen cuentas abiertas en diferentes componentes nacionales de TARGET2

Todas estas herramientas facilitan la gestión de la liquidez de los participantes y permiten que el sistema liquide las operaciones de forma fluida. El número de pagos cancelados al cierre de operaciones (pagos en cola que son finalmente rechazados por falta de fondos al cierre o por haber infringido los límites fijados por el participante, en su caso) se podría utilizar como un posible indicador de problemas en este sentido. En 2011, el número de pagos no liquidados representó únicamente un 0,18% de las operaciones.

### 2.3.6. Disponibilidad técnica

TARGET2 es una infraestructura crítica para el buen funcionamiento del sistema financiero, por lo que es necesario asegurar su fiabilidad técnica. Por ese motivo, la plataforma técnica compartida está localizada en dos regiones con dos sitios de proceso alternativo en cada una de ellas. Las dos regiones están situadas en diferentes países, y cada seis meses se cambia la región en producción por la de contingencia. En caso de que un fallo técnico o cualquier otro tipo de incidente (desastres naturales, terrorismo) afectasen al sitio en producción, las operaciones se podrían trasladar sin pérdida de información y en un espacio de tiempo muy reducido al sitio alternativo dentro de la misma región. Si el problema afectase a ambos sitios, la operativa se trasladaría a la segunda región.

<sup>8</sup> Esta es la regla general para las entidades de crédito que son, además, contrapartidas de política monetaria del Eurosistema. Sin embargo, el resto de participantes (entidades que no actúan como contrapartidas del Eurosistema, empresas de servicios de inversión o entes públicos) no están autorizadas a extender el crédito a un día. Los entes gestores de sistemas vinculados pueden acceder al crédito intradía si así lo aprueba el Consejo de Gobierno del BCE. Las entidades de contrapartida central pueden extender el crédito intradía a un día si así lo solicitan y cumplen una serie de condiciones (cláusula 24 de las Cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de participación en TARGET2-Banco de España).



Aunque la mejor continuidad de negocio es asegurar la fiabilidad del sistema, TARGET2 cuenta con procedimientos que permiten procesar un número reducido de pagos críticos en caso de mal funcionamiento de la plataforma técnica. Estos procedimientos son de utilidad en caso de que se produzca un fallo generalizado que afecte a todas las plataformas de proceso (dado que el software utilizado es común, un fallo del mismo podría afectar tanto a la plataforma en producción como a la de respaldo en ambas regiones) o mientras se traslada la operativa desde la plataforma en producción a la de respaldo. Para liquidar los pagos críticos se utiliza el módulo de contingencia, accesible únicamente a los bancos centrales. En dicho módulo, los bancos centrales pueden introducir manualmente un número limitado de operaciones en nombre de sus respectivas entidades, que deben aportar colateral para respaldar los pagos.

TARGET2 tiene un índice de disponibilidad muy alto (el índice de disponibilidad técnica de la SSP fue del 100% en 2010 y del 99,89% en 2011). La disminución de este indicador en 2011 se debió a un incidente grave en el software del sistema ocurrido el 25 de julio de 2011. El sistema estuvo parado durante varias horas, por lo que se decidió activar el módulo de contingencia para realizar pagos críticos, principalmente relacionados con la liquidación del sistema CLS<sup>9</sup>. Era la primera vez que dicho módulo se utilizaba en producción desde la migración a TARGET2, y demostró su eficacia, liquidando las operaciones necesarias hasta la reanudación del servicio.

### 2.3.7. Precios y recuperación de costes<sup>10</sup>

A diferencia de lo que ocurría en la primera generación del sistema, los precios en TARGET2

<sup>9</sup> Sistema de alcance global para la liquidación de operaciones de divisas. CLS está vinculado a TARGET2 para la liquidación de las operaciones en euros.

<sup>10</sup> Los precios que se indican a continuación eran los vigentes hasta 31 de diciembre de 2012. Las nuevas tarifas aplicables desde 1 de enero de 2013 fueron publicadas en el Diario Oficial de la Unión Europea de 17-1-2013.

están totalmente armonizados y no existen diferencias entre operaciones nacionales y transfronterizas. Los precios aplicados a los participantes por los servicios básicos permanecen inalterados desde la migración al nuevo sistema en mayo de 2008. Las comisiones se aplican a los pagos enviados (por adeudo en cuenta), pero no se cobran las recepciones de fondos. Las entidades participantes pueden optar entre dos esquemas de precios diferentes. La opción A, orientada a entidades con un tráfico reducido, tiene una tarifa mensual fija de 100 euros y una cuota de 0,80 euros por pago enviado. La opción B, para entidades más activas, tiene una cuota fija mensual de 1.250 euros y un precio por operación que oscila entre 0,60 y 0,125 euros, de acuerdo a una escala decreciente en función del número de operaciones enviadas. Aunque la mayor parte de las entidades han optado por la opción A (un 87% de los participantes directos, a finales de 2011), el grueso del tráfico del sistema es generado por las entidades más activas, acogidas a la opción B (un 88% del total de operaciones procesadas).

Las operaciones de liquidación asociadas a los sistemas vinculados se rigen por una política de precios diferente, que incluye una cuota fija mensual, otra cuota en función del importe subyacente liquidado por el sistema vinculado y una cuota final por operación (en la que también existen dos opciones similares a las aplicadas a los participantes directos, aunque con escalas diferentes).

### 2.3.8. Participación

Los criterios de participación en TARGET2 están recogidos en las reglas armonizadas del sistema, por lo que no existen diferencias sustanciales en los criterios que aplican los diversos bancos centrales adheridos. Pueden participar en TARGET2 los bancos centrales de la UE y el BCE, así como las entidades de crédito establecidas en el Espacio Económico Europeo (EEE). La participación de entidades de crédito establecidas fuera del EEE también está permitida, siempre y cuan-



do actúen por medio de una sucursal establecida en el EEE. Además de estas categorías básicas, cada banco central decidirá discrecionalmente si admite a los departamentos del tesoro de la administración central o regional de los Estados miembros que operen en los mercados monetarios, a las entidades del sector público de los Estados miembros autorizadas a mantener cuentas de clientes, a las empresas de servicios de inversión establecidas en el EEE y, finalmente, a las entidades gestoras de los sistemas vinculados a TARGET2.

Existen varios tipos de participación en TARGET2. Los participantes directos disponen de una cuenta de liquidación propia y acceden directamente al sistema para comunicar sus operaciones y obtener información del mismo. Los participantes indirectos acceden al sistema a través de un directo (que ha de ser un banco central o una entidad de crédito) y liquidan en la cuenta de éste. Además de estos dos tipos básicos de participación, habituales en este tipo de infraestructuras, TARGET2 ofrece la posibilidad de que las sucursales de un participante directo y otras entidades del mismo grupo comuniquen directamente sus operaciones al sistema, liquidando en la cuenta de la matriz (participante directo). Esta posibilidad, denominada «acceso de cuenta múltiple» permite una gestión más flexible de la tesorería dentro de una entidad o entre entidades del mismo grupo. Finalmente, existe la posibilidad de que los participantes comuniquen al sistema los códigos de identificación (BICs) de entidades a las que pueden hacer llegar los fondos recibidos aunque no sean participantes en TARGET2. Así, en el directorio del sistema aparecen los denominados «BICs accesibles» (*addressable BICs*), que incluyen las sucursales de los participantes y aquellas entidades de todo el mundo con las que mantienen relaciones de correspondencia.

TARGET2 se caracteriza por tener una amplia participación, tanto directa como indirecta. A finales de 2011, 976 participantes directos mantenían una cuenta de liquidación en TARGET2, mientras que el número de participantes indirectos se elevaba a 3.465. Los accesos de

cuenta múltiple casi alcanzaban los 1.500 y el número total de BICs accesibles estaba en el entorno de las 60.000 entidades de todo el mundo.

Por otro lado, TARGET2 liquida las posiciones finales en efectivo de un gran número de sistemas vinculados. A finales de 2011, un total de 80 sistemas vinculados (la mayoría de los sistemas de pago minoristas, sistemas de compensación y liquidación de valores y entidades de contrapartida central de la zona del euro) liquidan sus posiciones de efectivo en TARGET2. La liquidación de los sistemas vinculados puede realizarse utilizando cuentas similares a las de los participantes (cuentas del módulo de pagos), pero la mayoría de los sistemas vinculados utilizan un mecanismo específico para la liquidación de estos sistemas, denominado ASI (*ancillary systems interface*). El uso del ASI permite facilitar y armonizar los procesos de liquidación de los sistemas vinculados, ofreciendo seis modelos estándar de liquidación.

### 2.3.9. Volúmenes e importes procesados<sup>10</sup>

TARGET2 es uno de los mayores SLBTR mundiales. En 2011 procesó unos 90 millones de operaciones por 612 billones de euros. Esto supone unas medias diarias de casi 350.000 operaciones por 2,4 billones de euros. El número de pagos no es muy alto<sup>11</sup>, pero los importes procesados a través de TARGET2 lo convierten en una infraestructura fundamental para asegurar el buen funcionamiento del sistema financiero en la zona del euro, e incluso a escala global. Para calibrar esta importancia, baste decir que TARGET2 liquida una cantidad equivalente al producto interior bruto de la eurozona cada tres o cuatro días.

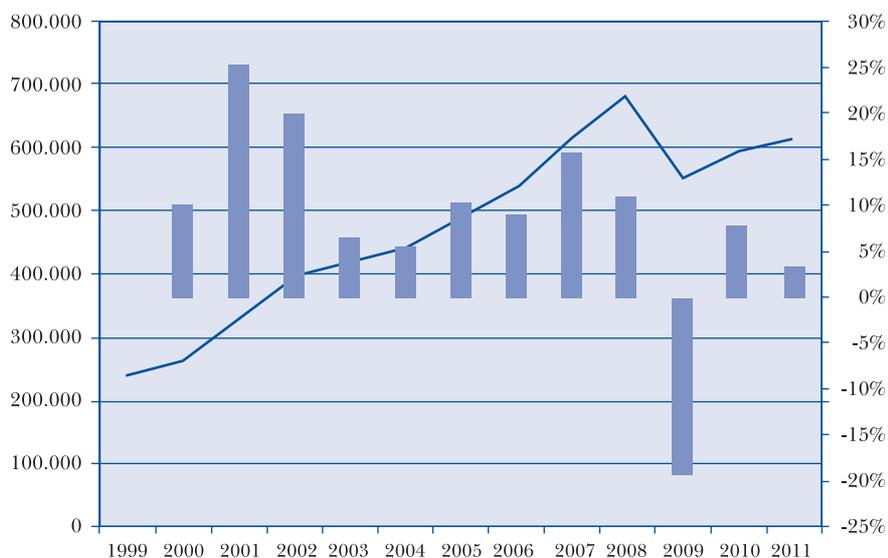
El cuadro 2 muestra la evolución de los importes procesados por TARGET y TARGET2 en tér-

<sup>10</sup> A menos que se especifique lo contrario, las cifras corresponden a 2011

<sup>11</sup> Los sistemas minoristas tramitan un volumen de operaciones mucho mayor, por ejemplo el SNCE español procesa más de 1.500 millones de operaciones cada año.



**CUADRO 2. IMPORTES PROCESADOS POR TARGET2 (ESCALA IZQUIERDA, MILES DE MILLONES DE EUROS) Y VARIACIÓN INTERANUAL (ESCALA DERECHA)**



Fuente: BCE.

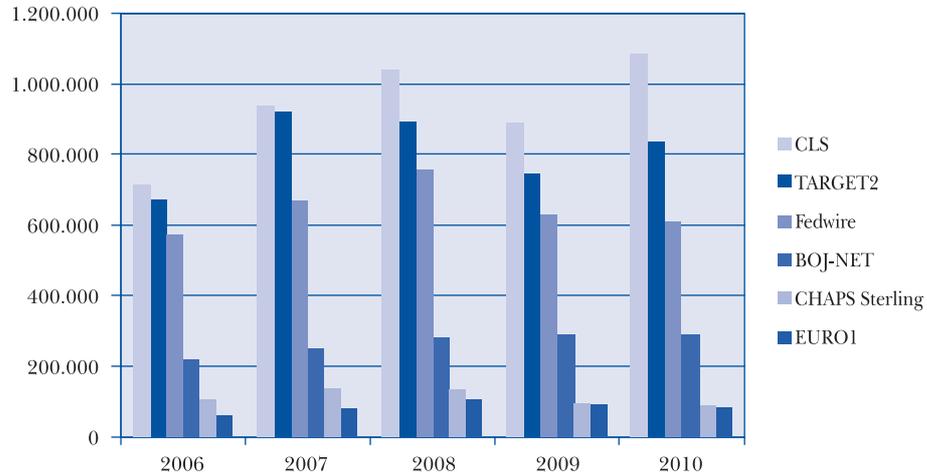
minos absolutos (escala izquierda) y la variación interanual (datos en barras, escala derecha). La evolución de los importes se puede dividir en tres etapas, la primera de las cuales coincide con TARGET, la primera generación del sistema (1999-2008). En esta primera fase se registró un crecimiento continuado de los importes procesados por el sistema, acorde con la etapa de crecimiento económico y de expansión de los mercados financieros. En el año 2009 se produjo un abrupto cambio de tendencia, registrándose un fuerte descenso de los importes liquidados (aproximadamente el 20% respecto a las cifras del año anterior). La causa de este cambio de tendencia es doble: por un lado, los efectos de la crisis financiera y la contracción de los mercados se dejaron sentir en los importes procesados en TARGET2, pero también se registró una interrupción de la serie temporal por los cambios metodológicos en las estadísticas relacionados con la migración al nuevo sistema. La implantación de TARGET2 permitió armonizar las definiciones de las operaciones que debían ser contabilizadas, excluyendo algunas operaciones puramente técnicas (como traspasos de liquidez entre cuentas de un mismo participante) que

no respondían a operaciones reales y que, hasta entonces, se habían incluido en las estadísticas. Finalmente, en 2010 parece haberse iniciado una etapa de lenta recuperación. Las cifras de 2011 muestran un incremento interanual muy débil, que podría deberse a la intensificación de la crisis de deuda soberana y a la paralización del mercado interbancario.

Si comparamos los importes procesados con los de otros sistemas de grandes pagos, TARGET2 es mayor que Fedwire, CHAPS o BOJ-NET (los principales sistemas de grandes pagos de EE.UU., Reino Unido y Japón, respectivamente). Sólo CLS, el sistema para la liquidación de operaciones de divisas, procesa fondos por importes superiores a los registrados por TARGET2, aunque cabe resaltar que los dos sistemas son de carácter muy diferente, ya que CLS tiene alcance mundial y procesa operaciones en 17 monedas distintas. En el ámbito europeo, el otro sistema de grandes pagos para el euro, el sistema EURO1 operado por la Euro Banking Association, tiene un tamaño claramente inferior, procesando aproximadamente un 10% de los importes liquidados por TARGET2.



**CUADRO 3. CIFRAS PROCESADAS POR ALGUNOS SISTEMAS DE PAGO DE ALTO VALOR (MILES DE MILLONES DE USD)**

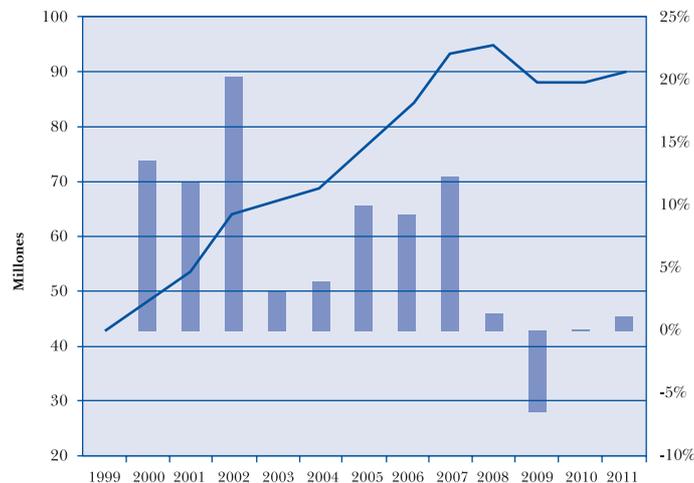


Fuente: BIS.

La evolución del número de operaciones procesadas por el sistema se recoge en el cuadro 4, que incluye las cifras en términos absolutos (escala izquierda) y la variación interanual (escala derecha). El gráfico muestra una evolución similar al anterior, con crecimientos continuados entre 1999 y 2008, un descenso en 2009, y una recuperación muy leve, más bien un estancamiento, desde entonces. El descenso en el número

de operaciones registrado en 2009 fue menos pronunciado que en el caso de los importes porque el ajuste estadístico ya mencionado que se llevó a cabo con la migración a TARGET2 afectó a relativamente pocas operaciones, pero con unos importes unitarios muy elevados. Por ello, casi todo el descenso registrado en 2009 se puede atribuir a los efectos de la crisis financiera.

**CUADRO 4. NÚMERO DE OPERACIONES PROCESADAS POR TARGET2 (millones de operaciones, escala izquierda) Y VARIACIÓN INTERANUAL (escala derecha)**



Fuente: BCE.



El importe medio global de un pago en TARGET2 es de unos 6,8 millones de euros, lo que evidencia claramente el carácter mayorista del sistema. Sin embargo, el tipo de operaciones que se liquidan a través de TARGET2 es muy diverso. Además de pagos interbancarios de alto importe, el sistema también se usa con asiduidad para procesar operaciones, sobre todo pagos comerciales, de importes relativamente reducidos. Esta diversidad se pone de manifiesto al analizar el número e importe de las operaciones de acuerdo al formato del pago: las transacciones interbancarias suponen, aproximadamente, el 40% del tráfico del sistema, pero el 94% de los importes procesados, siendo el resto operaciones de clientes. Lógicamente, los importes medios de las operaciones interbancarias (unos 16 millones de euros) son muy superiores a los de las operaciones de clientes (aproximadamente 750.000 euros). Otros indicadores también muestran esta diversidad, como la mediana, situada en unos 12.000 euros (es decir, la mitad de las operaciones procesadas en TARGET2 tienen un importe inferior a dicha cifra).

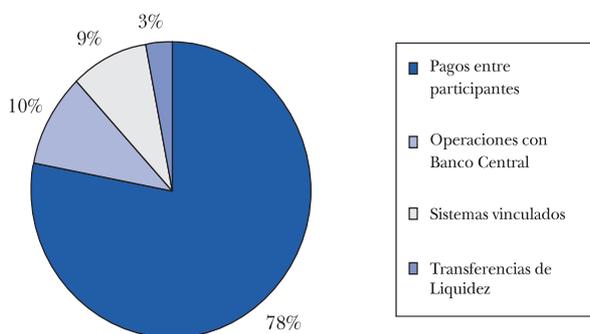
Si diferenciamos las operaciones de acuerdo con los motivos del pago, podemos distinguir

varias categorías: pagos entre participantes, pagos relacionados con operaciones con el banco central, pagos asociados a la liquidación de sistemas vinculados y transferencias de liquidez entre entidades que pertenecen a un mismo grupo. El cuadro 5 recoge la distribución del número e importe de operaciones de acuerdo con este criterio. Se aprecia que el grueso de las operaciones corresponde a pagos entre participantes (ya sean interbancarios o de clientes), que, sin embargo, tienen un peso relativamente menor en cuanto a importes. El resto de categorías (22% en términos de volumen) presenta unos importes por operación muy superiores, alcanzando el 62% del importe total procesado.

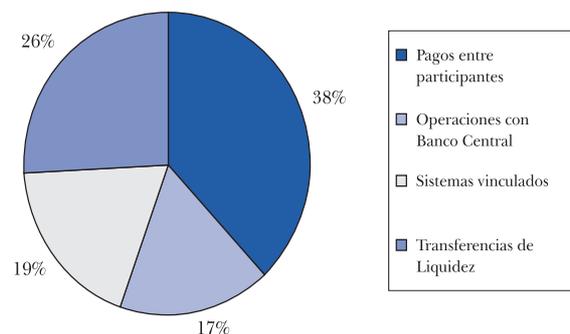
En los inicios de TARGET, la descentralización del sistema hacía que el procesamiento de los pagos nacionales (operaciones entre participantes de un mismo componente nacional de TARGET) y transfronterizos (pagos entre participantes de dos componentes nacionales diferentes) fuese muy diferente. Teniendo en cuenta que uno de los objetivos del sistema era crear un verdadero mercado interbancario unificado en la zona del euro, en esos primeros años se prestó mucha atención al peso de los pagos transfron-

**CUADRO 5. DISTRIBUCIÓN DEL NÚMERO E IMPORTE DE OPERACIONES POR TIPO DE PAGO**

Distribución del número de operaciones por tipo de pago



Distribución del importe de operaciones por tipo de pago



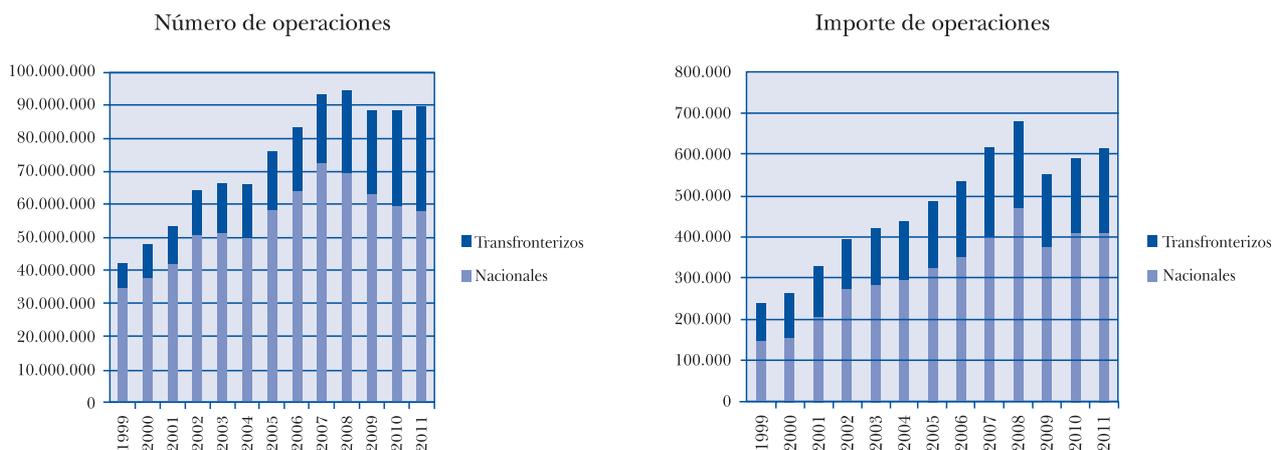
Fuente: BCE.



rizos respecto al total de operaciones procesadas por el sistema. En la actualidad, la centralización técnica de TARGET2 hace que el procesamiento de ambos tipos de pagos sea el mismo, y, por otra parte, la centralización de la gestión de tesorería de las entidades con presencia multinacional hace que la distinción entre uno y otro tipo sea cada vez menos significativa. Aún así, todavía es posible diferenciar entre ambos tipos de opera-

ciones. En 2011, el 35% de las operaciones y el 33% de los importes procesados correspondieron a pagos transfronterizos. La evolución de estas cifras es bastante dispar, ya que la importancia de las operaciones transfronterizas ha aumentado progresivamente en los últimos años, pero el porcentaje en importes está estabilizado en el entorno del 32% desde 2008.

**CUADRO 6. EVOLUCIÓN DE NÚMERO E IMPORTE DE LAS OPERACIONES NACIONALES Y TRANSFRONTERIZAS**



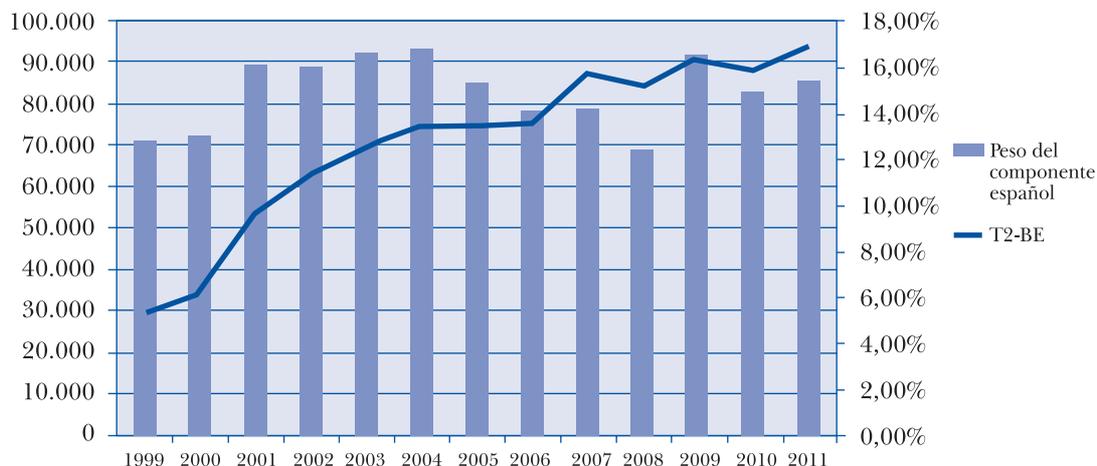
Fuente: BCE.

Si nos centramos en el componente español de TARGET2 (denominado SLBE hasta la migración a TARGET2, y TARGET2-Banco de España desde entonces) vemos que es uno de los mayores del sistema. En concreto, es el tercero en importancia en cuanto a importes procesados (tras los componentes de Alemania y Francia), con un 15,4% del total, y el quinto en cuanto a número de operaciones (tras Alemania, Francia, Italia y Holanda), con un 8,5% del total. Por número de participantes, el componente español cuenta con un total de 112 participantes directos y 98 indirectos. El número de participantes españoles es significativo en cuanto a participación directa (11,5% del total del sistema), y bastante escaso (menos de un 3%) en lo referente a participación indirecta. El número de participantes directos se está reduciendo en los últimos tiempos debido al proceso de consolidación del sector financiero.

El cuadro 7 muestra los importes procesados por TARGET2-Banco de España (escala izquierda), así como el peso porcentual del componente español en relación al total (escala derecha). Tras un periodo inicial de fuerte crecimiento, se aprecia como entre 2004 y 2008 el peso de TARGET2-Banco de España fue descendiendo, al registrar un crecimiento más moderado que el del sistema en su conjunto. En 2009, el brusco descenso en los importes procesados por TARGET2 no afectó a TARGET2-Banco de España, quizás porque la crisis financiera tuvo en sus primeras fases un menor impacto en España que en otros países. Esto hizo que el peso de la componente española superase el 16%. Desde entonces, los importes procesados por TARGET y T2-BE han experimentado un lento crecimiento, manteniéndose el peso del componente español por encima del 15%.



**CUADRO 7. IMPORTES PROCESADOS POR T2-BE (miles de millones de euros). PESO PORCENTUAL DEL COMPONENTE ESPAÑOL**



Fuente: Banco de España y BCE.

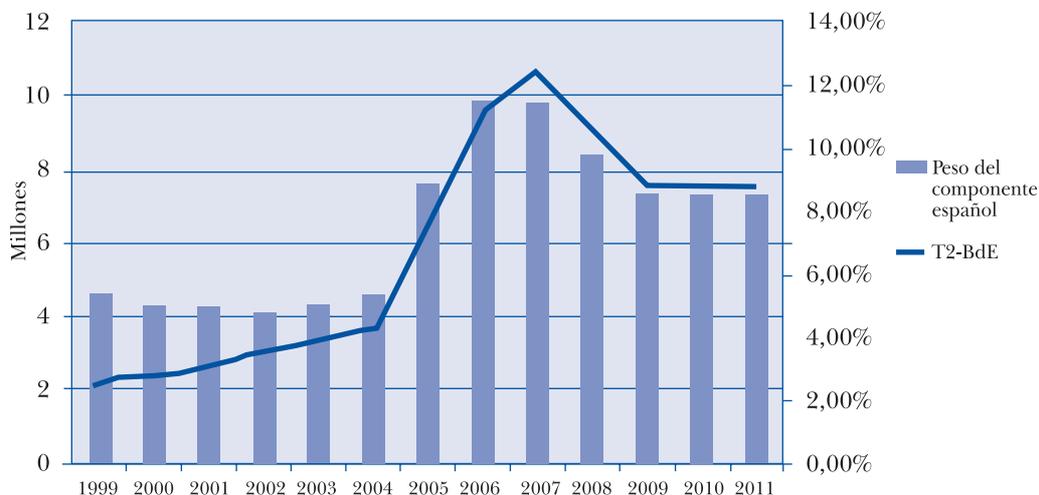
La evolución del número de operaciones procesadas (cuadro 8) ofrece una imagen bastante distinta. El número de operaciones del componente español creció levemente entre 1999 y 2004, mientras que su peso se mantenía con ligeras oscilaciones en torno al 5% del total del sistema. En 2005 y 2006 se registró un brusco crecimiento en el número de operaciones procesadas, muy superior al del sistema en su conjunto, que llevó el peso de T2-BE a bordear el 12% del total. La explicación a este incremento hay que buscarla en la reforma de los sistemas de pago españoles llevada a cabo a finales de 2004. El cierre del sistema neto de grandes pagos SPI y el establecimiento de topes en los importes de algunas operaciones en el Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE, sistema minorista) hicieron que parte de la operativa de esos sistemas se trasladase al componente español de TARGET (denominado SLBE en aquella etapa). Dado que estas operaciones tenían importes unitarios reducidos en comparación con los pagos que se realizaban en TARGET, el impacto de la reforma se dejó notar en el volumen de operaciones, pero no en los importes procesados. Tras la migración a TARGET2, y debido en parte al ajuste estadís-

tico ya mencionado, se produjo una reducción en el número de operaciones contabilizadas y un descenso en el peso del componente español del sistema. Desde 2009, el número de operaciones procesadas se ha estancado, al igual que ocurre para el sistema en su conjunto, y el peso de T2-BE se ha estabilizado en un 8,5% del total.

### 3. TARGET2: IMPLICACIONES Y FUTURO

Más allá de la historia y el funcionamiento del sistema TARGET2, otro aspecto a explorar es el análisis de los principales retos que se le plantean al sistema de cara al futuro, deteniéndonos especialmente en su comportamiento durante la crisis financiera y en el significado de las cuentas entre bancos centrales asociadas al funcionamiento de TARGET2, que han adquirido una gran relevancia en los medios de comunicación.

El análisis de estos retos y problemas debe en cualquier caso ponerse en perspectiva, ya que, ante todo, TARGET2 es un sistema que ha respondido con éxito al objetivo para el que fue creado: permitir y favorecer el proceso de integración financiera en la zona del euro. Tras el

**CUADRO 8. NÚMERO DE OPERACIONES PROCESADAS POR T2-BE.  
PESO PORCENTUAL DEL COMPONENTE ESPAÑOL**

Fuente: Banco de España y BCE.

lanzamiento de la moneda única en 1999, TARGET fue un elemento fundamental para conseguir una rápida integración del mercado interbancario europeo. Desde entonces, el sistema ha sido una de las claves que han hecho factible mantener durante un largo período de tiempo unos tipos de interés interbancarios a corto plazo con bajos niveles de volatilidad y dispersión entre los diferentes países del área del euro, permitiendo al Eurosistema influir de forma precisa sobre los tipos de interés a corto plazo. La segmentación nacional del mercado interbancario del área del euro que se está produciendo en la actualidad responde a razones ajenas al funcionamiento del sistema y no debe hacer olvidar la contribución de TARGET2 al proceso previo de integración financiera.

TARGET2 no ha cambiado sustancialmente desde la migración a la nueva generación del sistema, pero esta estabilidad no quiere decir que estemos ante una infraestructura estática: cada año, el Eurosistema lanza una nueva versión del sistema incorporando mejoras solicitadas por los participantes o por los propios bancos centrales. En 2010, por ejemplo, se implantó la posibilidad de acceder a TARGET2 a través de una conexión

segura por internet, lo que evita la necesidad de disponer de conexión a SWIFT para poder operar en TARGET2. Esta mejora hace el sistema más atractivo para entidades de pequeño tamaño con un número limitado de operaciones.

A través de estas actualizaciones anuales, el Eurosistema afronta de manera gradual la modernización del sistema. Una de las principales iniciativas en marcha es la adaptación de TARGET2 al estándar ISO 20022<sup>12</sup>. La adaptación al estándar ISO 20022 favorecerá además la interacción entre TARGET2 y TARGET2-Securities (T2S), el proyecto del Eurosistema para implantar una plataforma de liquidación de valores neutral que pueda ser utilizada por todos los sistemas de liquidación de valores de la zona del euro y de otros países, incrementando la eficiencia y eliminando barreras nacionales.

La estrecha integración entre TARGET2 y T2S es un primer paso hacia una mayor integración de todos los servicios proporcionados por el

<sup>12</sup> El ISO 20022 es un estándar internacional que permite el desarrollo de mensajes financieros, incluyendo los relacionados con los sistemas de pago.



Eurosistema al sector financiero. Las entidades reclaman sistemas cada vez más y mejor interconectados para poder gestionar de forma integrada su liquidez, valores y colateral, tanto para sus operaciones con el Eurosistema como con otras entidades. Es de esperar que TARGET2 sea una parte básica de ese abanico de servicios, que podría incluir a medio plazo iniciativas del Eurosistema para armonizar la gestión del colateral.

### 3.1. El funcionamiento del sistema durante la crisis financiera

La crisis financiera que se viene produciendo en varias fases desde 2008 no ha afectado al funcionamiento de TARGET2 como infraestructura, que ha seguido procesando operaciones de forma fluida y no ha experimentado problemas significativos. Pese a ello, los efectos de la crisis sí se han puesto de manifiesto en el comportamiento de las entidades participantes, como ya se ha mencionado al analizar la evolución de las operaciones e importes liquidados en los últimos años.

Una consecuencia de la crisis que está recibiendo considerable atención en los últimos tiempos, es la evolución de los saldos entre bancos centrales asociados al funcionamiento de TARGET2 (lo que en los medios de comunicación se ha venido denominando los «saldos TARGET2»). La importancia de estos saldos se ha exagerado en muchas ocasiones, y su significado se ha malinterpretado frecuentemente, por lo que en los siguientes párrafos se analiza con algo más de detalle su posible origen, su evolución reciente y sus implicaciones.

Los saldos entre bancos centrales asociados al funcionamiento de TARGET2 son una consecuencia natural de la forma en que el sistema ha sido diseñado. Desde un punto de vista técnico, la liquidación de operaciones es idéntica con independencia de que las entidades sean o no participantes en el mismo componente de TARGET2. Es decir, todas las órdenes de pago generan adeudos y abonos simultáneos en las cuentas que los respectivos participantes mantienen en la plataforma técnica compartida. No obstante, a efec-

tos contables hay diferencias en función de si los participantes mantienen sus cuentas con el mismo banco central o no. Así, en una operación entre dos participantes del mismo componente, sólo hay un banco central implicado, por lo que su balance no se ve afectado. Sin embargo, una transferencia entre dos participantes de dos componentes distintos sí que tiene implicaciones contables en los balances de los respectivos bancos centrales. Por ejemplo, cuando una entidad española realiza una transferencia a una entidad alemana, el Banco de España adeuda los fondos a la entidad española y el Bundesbank hace el abono correspondiente en la cuenta de la entidad alemana. En consecuencia, el Banco de España debe abonar los fondos en una cuenta abierta en sus libros a favor del Bundesbank, mientras que éste debe hacer el adeudo correspondiente en una cuenta similar a nombre del Banco de España.

Estos adeudos y abonos entre bancos centrales se realizan una sola vez, al final del día, por el total de los fondos enviados y recibidos entre los participantes de cada par de componentes de TARGET2. A continuación, como parte de los procesos de fin de día, el BCE actúa como contrapartida de todos los bancos centrales, de forma que esos saldos se vuelcan en una única cuenta (cuenta intra-eurosistema) entre el BCE y cada BCN adherido a TARGET2. Esta cuenta está recogida en el balance de cada BCN y refleja, por tanto, el saldo acumulado, deudor o acreedor, de las operaciones transfronterizas que las entidades de cada componente (y el propio banco central en tanto que entidad participante en TARGET2) han realizado en TARGET2.

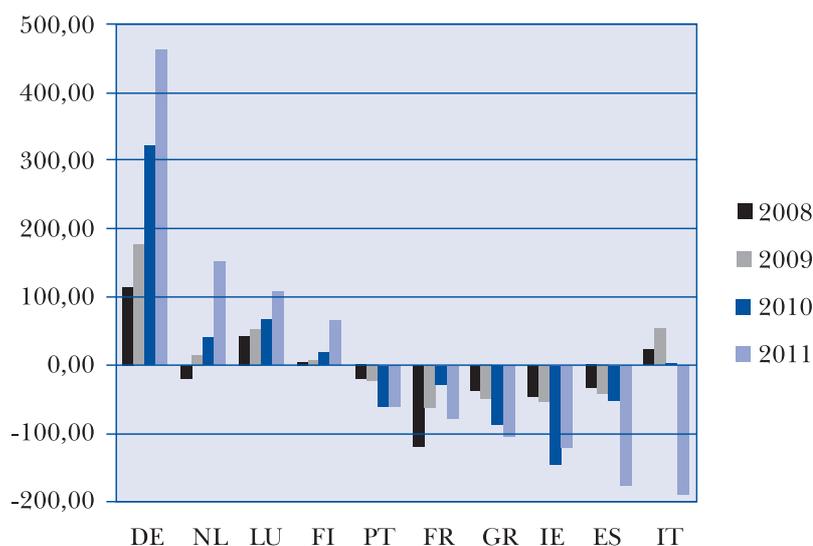
Los saldos de estas cuentas se mantuvieron hasta el inicio de la crisis en niveles relativamente reducidos. Es decir, el importe de los pagos transfronterizos que enviaban los participantes de cada componente de TARGET2 era muy similar al importe de los pagos transfronterizos que recibían dichos participantes en su conjunto. Además, era habitual que los saldos de estas cuentas experimentasen tanto incrementos como disminuciones e incluso que cambiasen de signo (de posición acreedora a deudora, o viceversa) en diferentes periodos. Tras el inicio de la crisis



financiera, sin embargo, la cuenta intra-eurosisistema de algunos bancos centrales ha adoptado una clara posición acreedora o deudora que ha ido aumentando progresivamente. El cuadro 9 presenta el saldo de la cuenta intra-eurosisistema de algunos bancos centrales. Se aprecia cómo algu-

nos países, como Alemania, Holanda, Luxemburgo o Finlandia, tienen posiciones acreedoras crecientes, mientras que otros tienen posiciones deudoras, como Portugal, Francia, Grecia, Irlanda, España o Italia.

**CUADRO 9. SALDO DE LA CUENTA INTRA-EUROSISTEMA DE ALGUNOS BANCOS CENTRALES (miles de millones de euros)**



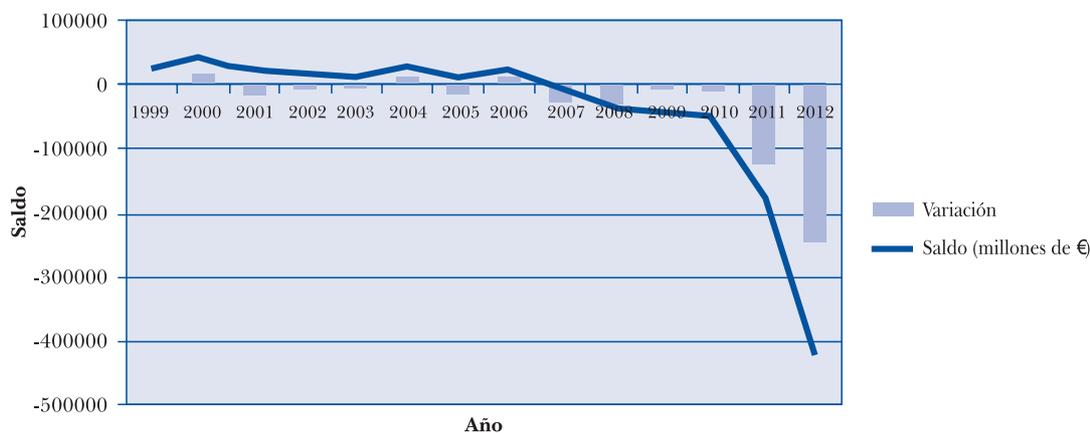
Fuente: BCE.

En el cuadro 10 se detalla la evolución del saldo de la cuenta intra-eurosisistema del Banco de España desde el inicio del sistema TARGET, así como su variación interanual (en columnas). Se aprecia claramente como, hasta 2007, el Banco de España había mantenido una posición acreedora reducida, con leves incrementos o disminuciones interanuales. Desde 2007, sin embargo, la cuenta ha adoptado un saldo deudor que ha ido creciendo aceleradamente en los últimos períodos.

Las causas por las que algunos países presentan crecientes posiciones deudoras pueden ser muy variadas. Los pagos hacia el exterior provocados por un saldo negativo en la balanza por cuenta corriente, las inversiones directas en el exterior, o la devolución a inversores extranjeros de inversiones previas en España son compatibles

con la aparición o el incremento de una posición deudora en la cuenta intra-eurosisistema del banco central respectivo. Pero también hay otras causas, sin un significado económico claro, como por ejemplo la centralización de la gestión de tesorería de las entidades multinacionales, que también generan efectos similares en estas cuentas.

Veamos cómo surgen estos saldos con un ejemplo simplificado. Supongamos que una empresa española compra maquinaria por 100 € a una empresa alemana. Tanto la empresa española como la alemana tienen cuentas bancarias en entidades de sus respectivos países y el pago de la importación de la maquinaria se realiza a través de TARGET2. Los cambios en el balance de ambas entidades serían los reflejados en el cuadro 11.

**CUADRO 10. SALDO DE LA CUENTA INTRA-EUROSISTEMA DEL BANCO DE ESPAÑA**

Fuente: Banco de España.

**CUADRO 11. CAMBIOS EN LOS BALANES DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLA (A) Y ALEMANA (B) COMO RESULTADO DE LA OPERACIÓN**

| Banco A (ES)               |                                   | Banco B (DE)              |                                 |
|----------------------------|-----------------------------------|---------------------------|---------------------------------|
| -100                       | -100                              | +100                      | +100                            |
| Adeudo en la cuenta T2-BdE | Adeudo en la cuenta del comprador | Abono en la cuenta T2-BBK | Abono en la cuenta del vendedor |

En la entidad española (A), la cuenta del cliente aparece en su pasivo, por lo que el pago supone una disminución de dicho pasivo en 100€. Para abonar a la entidad alemana (B), el banco A utiliza fondos en su cuenta de TARGET2 (abierta en los libros del Banco de España), por lo que el adeudo en dicha cuenta supone una disminución de su activo en 100€. En paralelo, la entidad B recibe 100€ en su cuenta TARGET2 (abierta en los libros del Bundesbank). Se produce pues un incremento de su activo en 100€ por el abono en dicha cuenta y un incremento de su pasivo de 100€ al abonar esta cantidad en la cuenta del fabricante de la maquinaria.

Veamos ahora (cuadro 12) el efecto de estas operaciones en el balance de los bancos centrales en los que las entidades tienen abiertas sus cuentas. En el Banco de España, la transferencia de fondos reduce en 100€ el saldo de la cuenta TARGET2 del Banco A (reducción del pasivo del BdE). En el Bundesbank, se incrementa en 100€ el saldo de la cuenta TARGET2 del Banco B. La contrapartida de estas operaciones se refleja en la cuenta técnica intra-eurosistema que aparece en el balance de los bancos centrales adheridos a TARGET2, y que recoge los saldos netos acumulados de las operaciones transfronterizas enviadas y recibidas por sus participantes. Así, el Banco de España



ña tendría un saldo deudor de 100€ y el Bundesbank un saldo acreedor de 100€.

Si calculásemos en este momento el balance consolidado del Eurosystema, las cuentas intra-eurosystema del Banco de España y del Bundesbank se anularían, por lo que el traspaso entre las cuentas TARGET2 de los bancos A y B tendría los mismos efectos en el balance del Eurosystema

que una transferencia estrictamente nacional entre dos entidades españolas en los libros del Banco de España. Esto no hace más que reflejar el hecho de que las entidades operan en una unión monetaria, en la que tanto el Banco de España como el Bundesbank son parte del Eurosystema y bancos centrales emisores del euro.

**CUADRO 12. CAMBIOS EN LOS BALANCES DEL BANCO DE ESPAÑA (BdE) Y BUNDESBANK (BBK) COMO RESULTADO DE LA OPERACIÓN**

| BdE                                    |  | BBK                      |                                       |
|--|--|--------------------------|---------------------------------------|
| -100                                   |  | +100                     | +100                                  |
| Adeudo en la cuenta T2-BdE del banco A |  | Cuenta intra-eurosystema | Abono en la cuenta T2-BBK del banco B |
| +100                                   |  |                          |                                       |
| Cuenta intra-eurosystema               |  |                          |                                       |

| Balance consolidado del Eurosystema |  |
|-------------------------------------|--|
| <del>+100</del>                     | -100                                   |
| <del>Cuenta intra-eurosystema</del> | Adeudo en la cuenta T2-BdE del banco A |
|                                     | +100                                   |
|                                     | Abono en la cuenta T2-BBK del banco B  |
|                                     | +100                                   |
|                                     | <del>Cuenta intra-eurosystema</del>    |

En este punto, cabría preguntarse cómo podrían ajustar las entidades su liquidez al final del día. Continuando con nuestro ejemplo, si la única operación que se realizara fuera esta transferencia de 100€ (Operación 1, en el cuadro 13), podríamos suponer que, al final del día, la entidad A desea reponer su liquidez, mientras que la entidad B tiene un exceso de liquidez disponible. Si el mercado interbancario europeo funcionara

normalmente, parece lógico suponer que el Banco B prestaría su exceso de liquidez (100€) al Banco A a través de una transferencia que podría canalizarse por TARGET2 (Operación 2, en el cuadro 13). De este modo, se registraría un pago en sentido contrario al inicial que saldaría las cuentas intra-eurosystema de los respectivos bancos centrales (Cuadro 13).



**CUADRO 13. TRAS LA OPERACIÓN INICIAL, SE REALIZA UN PRÉSTAMO EN EL MERCADO INTERBANCARIO EN SENTIDO INVERSO. CAMBIOS EN LOS BALANCES DEL BANCO DE ESPAÑA (BdE) Y BUNDESBANK (BBK) COMO RESULTADO DE LA OPERACIÓN**

|             | BdE |  | BBK                      |  |               |
|-------------|-----|--|--------------------------|--|---------------|
| Operación 1 | }   | <del>-100</del>                        | <del>+100</del>          | <del>+100</del>                        | } Operación 1 |
|             |     | Adeudo en la cuenta T2-BdE del banco A | Cuenta intra-eurosistema | Adeudo en la cuenta T2-BBK del banco B |               |
| Operación 2 | }   | +100                                   |                          | -100                                   | } Operación 2 |
|             |     | Cuenta intra-eurosistema               |                          | Adeudo en la cuenta T2-BBK del banco B |               |
|             |     | +100                                   |                          | +100                                   |               |
|             |     | Cuenta intra-eurosistema               |                          | Cuenta intra-eurosistema               |               |
|             |     | <del>+100</del>                        |                          | <del>+100</del>                        |               |
|             |     | Abono en la cuenta T2-BdE del banco A  |                          | Abono en la cuenta T2-BBK del banco B  |               |

**CUADRO 14. TRAS LA OPERACIÓN INICIAL, LAS ENTIDADES ACUDEN A SU RESPECTIVO BANCO CENTRAL PARA SOLICITAR LA LIQUIDEZ FALTANTE O COLOCAR LA LIQUIDEZ SOBRANTE**

|             | BdE |  | BBK                      |  |               |
|-------------|-----|--|--------------------------|--|---------------|
| Operación 1 | }   | <del>-100</del>                        | <del>+100</del>          | <del>+100</del>                        | } Operación 1 |
|             |     | Adeudo en la cuenta T2-BdE del banco A | Cuenta intra-eurosistema | Abono en la cuenta T2-BBK del banco B  |               |
| Operación 2 | }   | +100                                   |                          | -100                                   | } Operación 2 |
|             |     | Préstamo política monetaria            |                          | Adeudo en la cuenta T2-BBK del banco B |               |
|             |     | +100                                   |                          | +100                                   |               |
|             |     | Abono en la cuenta T2-BdE del banco A  |                          | Depósito política monetaria            |               |

Balance consolidado del Eurosistema

|                                   |                                   |
|-----------------------------------|-----------------------------------|
| +100                              | +100                              |
| Préstamo política monetaria (BdE) | Depósito política monetario (BBK) |



Sin embargo, si el mercado interbancario no funcionase en el ámbito transfronterizo, como viene ocurriendo durante la crisis, las entidades tendrían previsiblemente que ajustar sus necesidades o sobrantes de liquidez acudiendo a su respectivo banco central. Así, en nuestro ejemplo, el Banco A solicitaría la liquidez al Banco de España mediante cualquier mecanismo de política monetaria disponible, mientras que la entidad B colocaría el exceso de liquidez de forma similar (mediante la facilidad marginal de depósito, por ejemplo). Los efectos de estas operaciones (Operaciones 2) en los balances de los respectivos bancos centrales se recogen en el cuadro 14.

A diferencia del caso anterior, ahora, las cuentas intra-eurosistema permanecen en el balance de los respectivos bancos centrales como un pasivo del Banco de España y un activo del Bundesbank, y se ven compensadas por un incremento de los préstamos de política monetaria en España y un incremento de los depósitos de política monetaria en Alemania. En cualquier caso, las cuentas intra-eurosistema desaparecen del balance consolidado del Eurosistema, que ahora sólo refleja un uso creciente de las herramientas de política monetaria de crédito y depósito.

En resumen, el ejemplo ilustra de forma simplificada cómo un flujo continuo de operaciones de un país a otro (motivado por las más diversas causas), en un contexto de mal funcionamiento del mercado interbancario transfronterizo, puede generar desequilibrios en los flujos bilaterales intercambiados, que lleven a un saldo persistente de la cuenta intra-eurosistema. Es necesario recalcar que, aunque el origen de las operaciones sea bilateral (entre España y Alemania en el ejemplo simplificado anterior, pero podrían ponerse otros del mismo signo o de signo contrario y con cualquier país), la cuenta intra-eurosistema recoge la posición de cada banco central frente al BCE como representante del resto de bancos centrales del sistema en su conjunto.

Esta conclusión arroja algo de luz sobre el origen de estos saldos, pero no resuelve, sin embargo, las dudas que se plantean a menudo sobre el significado y consecuencias de los mismos. Las

siguientes reflexiones tratan de contribuir al debate que se ha planteado sobre este asunto y a explicar algunos malentendidos comunes sobre el significado de estas cuentas.

En primer lugar hay que resaltar el hecho de que la persistencia de saldos significativos en las cuentas intra-eurosistema de los diferentes bancos centrales no supone un defecto de TARGET2 como infraestructura, sino que refleja, en la infraestructura, aspectos ajenos a la misma. Concretamente, el saldo de la cuenta intra-eurosistema de un determinado país no es más que el reflejo de su posición neta acumulada frente al resto del Eurosistema, o lo que es lo mismo, el resultado de la evolución histórica de su balanza de pagos.

En segundo lugar, también hay que aclarar que, en su mayor parte, el saldo y la evolución de estas cuentas no dependen de las acciones de los bancos centrales, sino que se generan en los balances de los bancos centrales de forma autónoma, como consecuencia de las operaciones de pago realizadas por las respectivas entidades participantes. A raíz de la crisis, los principales bancos centrales del mundo han reemplazado el papel de unos mercados interbancarios paralizados, expandiendo considerablemente sus balances. En el caso del Eurosistema, esta provisión de liquidez se ha concentrado en aquellos países más afectados por la segmentación de los mercados privados, que, ante la necesidad de hacer frente a sus transferencias netas al exterior (saldo deudor en TARGET2), han recurrido en mayor medida al préstamo del Eurosistema. Esto ha dado lugar a diversas interpretaciones erróneas acerca de la relación existente entre los saldos de las cuentas intra-eurosistema y la financiación otorgada por el banco central.

En este sentido se ha señalado, por ejemplo, que los bancos centrales con un elevado saldo acreedor en sus cuentas intra-eurosistema están financiando a las entidades de países en crisis y soportando, por ello, un riesgo de gran magnitud. Sin embargo, como se ha visto en el ejemplo, los saldos se incrementan por la ausencia de un mercado interbancario transfronterizo eficiente,



lo que lleva a las entidades a sustituir operaciones en este mercado por financiación del banco central. Dicha financiación es provista por el respectivo banco central a cambio de la aportación del colateral correspondiente y en condiciones homogéneas para todas las entidades de la eurozona. Por ello, un banco central con un saldo acreedor intra-eurosistema (por ejemplo, el Bundesbank) sabe que, en última instancia, el banco central cuyo saldo es deudor (por ejemplo, el Banco de España) ha concedido fondos a sus entidades mediante operaciones de política monetaria en las mismas condiciones que el propio Bundesbank aplica a sus contrapartidas. Es decir, el riesgo que corre el Bundesbank por el saldo intra-eurosistema es análogo al riesgo habitual que corre el propio Bundesbank al realizar un préstamo de política monetaria en el ámbito local con una entidad de contrapartida alemana. Este razonamiento ilustra la conclusión del cuadro 13 anterior: en una unión monetaria como la eurozona, en la que tanto el Banco de España como el Bundesbank son bancos centrales emisores del euro, el balance consolidado es el verdaderamente relevante, y no tanto los saldos de las cuentas técnicas de ajuste entre los bancos centrales. Las posiciones acreedoras en TARGET2 no constituyen en sí mismas un riesgo financiero. Por tanto, más que hablar del riesgo de bancos centrales individuales, lo lógico es considerar el mayor o menor riesgo del Eurosistema en su conjunto por el incremento en el uso de herramientas de política monetaria que se produce al fallar el mercado interbancario.

También se ha afirmado que la posición acreedora de algunos bancos centrales implica un préstamo a los países con posición deudora, lo que reduce la liquidez y, por tanto, la financiación a empresas y familias en los países cuyo banco central tiene una posición acreedora neta. Tal y como hemos visto en el ejemplo, la aparición de estos saldos apunta a razones completamente opuestas. Una cuenta intra-eurosistema acreedora, como la que tiene el Bundesbank en el ejemplo, se produce al recibir las entidades alemanas liquidez del resto del Eurosistema en términos netos. Esta abundancia de liquidez, que

no se redistribuye por el resto de la eurozona a través del mercado interbancario, explicaría, siguiendo con el ejemplo, el uso frecuente que se ha hecho de la facilidad marginal de depósito<sup>13</sup> y la menor necesidad de las entidades alemanas de acudir a los mecanismos de financiación provistos por el Eurosistema. A la inversa, en los países cuyo banco central tiene una cuenta intra-eurosistema deudora, la falta de liquidez por las transferencias netas al exterior se evidencia en un creciente recurso a la financiación por parte del banco central respectivo.

Relacionado con esto debe mencionarse que en ocasiones se ha hablado de establecer límites a los saldos de las cuentas intra-eurosistema, e incluso se han hecho propuestas más radicales, como que los bancos centrales deudores en TARGET2 tengan que cancelar una vez al año sus deudas mediante transferencias de oro, reserva de divisas u otros activos negociables a los bancos nacionales acreedores. Pues bien, el simple establecimiento de límites significaría el fin de la Unión Monetaria, ya que equivaldría a imponer limitaciones al movimiento de liquidez entre países de la zona euro, además de admitir implícitamente que un euro depositado en un banco central nacional no valdría lo mismo que un euro depositado en otro banco central nacional, ambos pertenecientes al Eurosistema. Estas ideas son claramente incompatibles con el funcionamiento de un área monetaria unificada con una política monetaria común. Además, el establecimiento de límites incentivaría la salida de capitales de los países restringidos, que por otro lado no sería impedida por los propios límites, ya que podría llevarse a cabo mediante retirada de efectivo. En cuanto a la propuesta de cancelar anualmente las deudas con TARGET2, implicaría que aquellos países que finalizasen el período anual con posición deudora se enfrentarían a la posibi-

<sup>13</sup> Mecanismo a disposición de las entidades de contrapartida del Eurosistema mediante el cual pueden colocar su sobrante de liquidez en un depósito a un día en su respectivo banco central, con una remuneración inferior a la aplicada en las operaciones de financiación de política monetaria. En la actualidad (agosto 2012) el tipo de interés aplicado es nulo.



lidad de ser excluidos de la unión monetaria, hecho que no debe siquiera contemplarse en una unión monetaria con vocación de futuro. En definitiva, los saldos actuales de estas cuentas son un síntoma de problemas más profundos y no el problema en sí, por lo que parece lógico pensar que atacar los síntomas no resolverá las cuestiones de fondo.

En conclusión, en una unión monetaria irreversible, como es el caso de la eurozona, los desarrollos recientes en los saldos de las cuentas intra-eurosistema no hacen más que evidenciar el funcionamiento anómalo de los mercados de dinero y de capital, así como las consiguientes medidas de política monetaria adoptadas para contrarrestarlo. Para volver a la situación pre-crisis, con saldos moderados de las cuentas intrasistema, es necesario que se normalice el funcionamiento del mercado interbancario, ahora muy fragmentado y casi inexistente a nivel transfronterizo. Es decir, hay que resolver la crisis soberana. Además, estos saldos no suponen un riesgo financiero específico para los bancos centrales nacionales en cuyos balances aparecen estas cuentas. Los factores de riesgo aparecerían sólo si se considerara el euro como un proceso reversible, de modo que la eventual salida de la moneda única de un país cuyo banco central presentase una posición deudora en su cuenta intra-eurosistema implicaría la necesidad de saldarla,

transfiriendo activos al resto de bancos centrales. Por ello, aquellos que subrayan la importancia de estas cuentas y la necesidad de introducir mecanismos de control sobre las mismas, en realidad están manifestando su desconfianza en el futuro de la moneda única.

## CONCLUSIONES

TARGET2 es un sistema joven pero con una intensa historia ya a sus espaldas. Concebido como una herramienta fundamental para la implantación de la política monetaria única y para crear un mercado interbancario integrado, su implantación ha resultado un éxito que no se debe ver empañado por el funcionamiento defectuoso de los mercados en los últimos tiempos: TARGET2 no ha sido el origen de estos problemas, y su seguridad y eficiencia han contribuido sin duda a evitar mayores dificultades en los mercados financieros. Una vez que se normalice el funcionamiento de estos mercados, es de esperar que el foco del debate se aparte de aspectos técnicos relacionados con el significado de los saldos entre bancos centrales y se centre en la evolución del sistema de cara al futuro. Tras haber demostrado su importancia para la moneda única, TARGET2 debe saber evolucionar para responder a cualquier nuevo reto que se plantee.



## LOS MALES DEL EURO

**Manuel Conthe  
Bird & Bird**

Cardenio, el amante desdeñado que vaga por los más ásperos parajes de Sierra Morena, concluye de esta guisa el soneto que, en el capítulo XXIII de su aventura, Don Quijote y Sancho encuentran en un librito abandonado por el joven:

*Presto habré de morir, que es lo más cierto:  
Que al mal de quien la causa no se sabe  
Milagro es acertar la medicina*

Tan sombrío vaticinio hubiera parecido aplicable a la unión monetaria europea en los momentos más álgidos de los males que vivió desde las postrimerías de 2009, cuando el vórtice de la crisis financiera internacional que se inició en Estados Unidos en 2008 se trasladó progresivamente hacia Grecia y otros países vulnerables miembros del euro, como Irlanda, Portugal y, en menor medida, España e Italia.

Las medidas excepcionales adoptadas por los países e instituciones miembros del euro han conjurado el peligro de que la unión monetaria muriera, aunque los países más vulnerables –y entre ellos España– seguimos padeciendo males más dolorosos que los que atormentaban a Cardenio.

El tiempo transcurrido desde que se iniciaran nos ha permitido saber sus causas y hemos empezado a aplicar medicinas –tanto en los países en crisis como en las instituciones del euro– que, desagradables, son, con algunas excepciones, acertadas para curarlos.

### EL DIAGNÓSTICO DE LOS MALES

La crisis que padecemos todavía en España y otros países miembros del euro tuvo como detonante la crisis financiera internacional que se inició en Estados Unidos en el período 2007-2008, y compartió con ella algunos rasgos comunes.

#### Elementos comunes

¿Cuáles fueron esos elementos comunes?

Cabría destacar tres:

- En primer lugar, la ingenua creencia en la eficiencia de los mercados financieros y en la adecuada gestión de riesgos por las entidades financieras privadas y por los particulares.

Esa célebre «hipótesis de la eficiencia de los mercados financieros» fue la expresión académica de la concepción económica dominante durante el período 1980-2008, cuyos impulsores políticos fueron el tándem Reagan-Thatcher y cuyo principal valedora en el terreno económico fue la Reserva Federal americana durante el largo mandato de Alan Greenspan (1987-2006).

Si en Estados Unidos llevó a una excesiva desregulación del sector financiero que propició la crisis de las hipotecas *subprime*, en la Unión Europea constituyó la ideología económica prevaleciente cuando desde



finales de los años 80 y, muy en particular, durante la Conferencia Intergubernamental sobre Unión Económica y Monetaria de 1991 se fraguaron el Tratado de Maastricht y la futura unión monetaria.

En aquel mundo idílico de mercados eficientes no tenían cabida ni las burbujas financieras o de activos, ni los fenómenos de contagio financiero. Las amenazas al equilibrio económico procedían de las potenciales tensiones inflacionistas y de los eventuales desequilibrios presupuestarios del sector público, pero no del sector privado, lo que privaba de interés práctico al tradicional concepto de «balanza de pagos».

- En segundo lugar, una política monetaria de tipos de interés muy bajos, que no se manifestó en tensiones inflacionistas, sino en un crecimiento galopante del crédito y de la actividad y precios inmobiliarios.

En Estados Unidos esa política obedeció al deseo de la Reserva Federal de neutralizar los efectos, primero, de la ruptura de la burbuja bursátil de las empresas «dot.com» y, más tarde, de los atentados de Al Qaeda de septiembre de 2001. Esa orientación de las autoridades americanas tuvo su influencia sobre el Banco Central Europeo (BCE), que además tuvo presente el estancamiento que vivió Alemania a principios de la década.

- En tercer lugar, una desafortunada actuación pro-cíclica, durante la fase alcista, de los mecanismos e instituciones de control de los mercados e instituciones financieras (*gatekeepers*). Concentrados exclusivamente en los riesgos individuales de emisores y activos concretos, ignoraron el «riesgo sistémico»: fue el caso de las agencias de calificación, de las normas de contabilidad, de las agencias tasadoras, de los supervisores bancarios o de los organismos internacionales –con la notable excepción del Banco Internacional de Pagos de Basilea–.

Para colmo de desgracias, también las metodologías usadas por los organismos

internacionales para calcular los saldos presupuestarios estructurales o «ajustados al ciclo» sucumbieran al error de extrapolar las tendencias previas y, al no tomar en cuenta la coyuntural mejora del saldo presupuestario que en países como España estaban generando las burbujas financiera e inmobiliaria, el déficit de la balanza de pago y el bajo coste de financiación del Tesoro público, infundieron una injustificada tranquilidad en las autoridades políticas sobre la solidez de las finanzas públicas.

### Las debilidades de la unión monetaria

A pesar de esas causas comunes, la crisis del euro y de sus países más vulnerables tiene sus propias raíces: atribuirle a los Estados Unidos y a las hipotecas *subprime* –como el Gobierno del presidente Zapatero hizo con reiteración durante varios años y algunos en España todavía afirman– constituye una manifestación típica de la falacia lógica conocida como «*post hoc, ergo propter hoc*» («después de, luego a causa de»).

Varias de las limitaciones de la unión monetaria que se consagró en 1992 en el Tratado de Maastricht eran bien conocidas por quienes lo negociaron. Se sabía, en particular:

- Que el conjunto de potenciales Estados miembros de la unión monetaria no constituía una «zona monetaria óptima», pues faltaban los mecanismos de ajuste típico de áreas monetarias bien integradas, como son:
  - Una gran movilidad de profesionales y trabajadores entre países y regiones;
  - Una Hacienda común de un tamaño suficiente como para absorber los riesgos de fluctuaciones económicas extremas en el conjunto de la zona y neutralizar, al menos parcialmente, los «*shocks* asimétricos» sufridos por algunos de sus regiones o países miembros.
- Que una de las servidumbres de una unión monetaria sería la existencia de un único

tipo de interés oficial común para todos los países integrados en ella. Esa política monetaria «de talla única» (*one size fits all*) se fijaría atendiendo a las necesidades generales de la unión, pero podría no ser la idónea para aquellos países con un ciclo desacompañado respecto al resto.

Junto a esas lagunas conocidas, la unión monetaria adoleció de otras debilidades que muchos, optimistas, no creyeron tales. Entre ellas destacó la ausencia de mecanismos colectivos eficaces que:

- Evitaran la acumulación de desequilibrios macroeconómicos fundamentales en sus países miembros –como son los déficits graves de balanza de pagos o la pérdida de competitividad–.

El ingenuo supuesto fue que, una vez integrados en la unión monetaria, sus países miembros mantendrían el grado de convergencia en tasas de inflación y aumentos de costes que habrían tenido que acreditar para acceder a ella.

- Evitaran la aparición de vulnerabilidades financieras y desequilibrios graves en el sistema bancario de sus países miembros y, por ende, en la zona euro en su conjunto.
- Forzaran a los países, en épocas de bonanza, a sanear a fondo sus finanzas públicas y a reducir de forma drástica su nivel de Deuda Pública.
- Preservaran la estabilidad financiera en la zona euro y la capacidad de financiación de sus Estados miembros durante crisis graves.

La unión monetaria nació en 1992 con esas graves lagunas por razones tanto económicas como políticas:

- En lo que atañe a razones económicas, la unión monetaria se fraguó –como ya se ha indicado– en pleno apogeo de la doctrina económica que sostenía que los mercados financieros son eficientes y los grandes problemas económicos y financieros proceden siempre del sector público: bastaba, pues, que la política monetaria velara por

la estabilidad de precios y que se evitaran desequilibrios en las finanzas públicas. Corolario de esa benévola visión del endeudamiento privado fue la irrelevancia de los desequilibrios de la balanza de pagos, conocida como «doctrina Lawson» desde que en los años 80 el Canciller del Tesoro británico negara trascendencia al elevado déficit de balanza de pagos del Reino Unido, fruto, a su juicio, de sabias decisiones del sector privado.

Por eso, ninguno de los criterios de convergencia del Tratado se refirió a la balanza de pagos. Y a eso obedeció también que España mereciera elogios de la Comisión Europea y del FMI hasta 2007, en razón del superávit presupuestario que por entonces teníamos, a pesar del grave déficit de nuestra balanza de pagos. Tranquilizado por esa confusión, hasta mayo de 2010 el presidente Zapatero creyó equivocadamente que España tenía, gracias a su bajo nivel de Deuda Pública, margen de maniobra para políticas anti-cíclicas.

Como singular excepción a la fe en los mercados financieros, el Tratado incorporó límites a los déficits presupuestarios y al nivel de Deuda Pública, como proporción del PIB. Pero tales reglas, a pesar de la interpretación rigurosa que quiso darles en 1997 el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, resultaron poco eficaces por el deseo de que se incorporaran a la unión monetaria Italia y Bélgica; por la negativa de Alemania y Francia a que se les aplicaran a ellos en 2003; y, sobre todo, por la dificultad de aplicarlas en períodos de bonanza económica, en la que los déficits presupuestarios descendieron por debajo del límite del 3% del PIB –gracias en gran medida a la bajada de los tipos de interés– incluso en países con un nivel de Deuda Pública muy elevado, como Grecia o Italia.

Los negociadores alemanes hicieron suya la idea que el Reino Unido había formulado como alternativa a los límites al déficit y



a la Deuda, y se incorporó al Tratado una cláusula de no-corresponsabilidad por deudas nacionales, que –de forma equivocada– se dio en llamar de «*no bail-out*», pues afirma que las deudas de un Estado no cuentan con la garantía implícita de la Unión o de los demás Estados, pero no prohíbe a éstos que, de forma voluntaria, acudan en socorro de un Estado en apuros (de igual forma, que un acreedor no pueda ejecutar los bienes de los padres de un deudor si no figuran como avalistas no impide que esos mismos padres puedan, de forma voluntaria, ayudar a su hijo a satisfacer sus deudas).

Durante las negociaciones del Tratado también se debatió si el BCE debería asumir funciones de supervisión bancaria. Al final, el Bundesbank exigió que el Tratado no se las atribuyera, pero, en un atisbo de lucidez, se permitió que el Consejo de Ministros, por unanimidad, previa consulta al BCE, pudiera hacerlo, previsión que –como luego veremos– resultó providencial para que en 2012 la Comisión Europea pudiera proponer esa medida y el Consejo Europea aceptarla.

- En lo político, muchos países –cautivados y enardecidos por la retórica del Reino Unido contra «Bruselas»– se mostraron hostiles a cualquier transferencia de poder a la incipiente Unión y defendieron con ahínco el «principio de subsidiariedad», lo que hizo imposible en 1991 cualquier genuino avance hacia una verdadera unión económica.

Esa abierta hostilidad hacia cualquier medida que pudiera verse como un germen «federal» quedó patente incluso en el ámbito monetario: así, ni siquiera se llegó a debatir la propuesta de algunos negociadores de que los beneficios del Sistema Europeo de Bancos Centrales pasara a ser un nuevo recurso del presupuesto de la Unión, ni la todavía más modesta de que la moneda fraccionaria en euros la dejaran

de emitir los Tesoros nacionales, y pasar a emitirse por la propia Unión.

Alemania, sin embargo, siempre enfatizó –de forma profética– que la unión monetaria no sería viable a largo plazo sin el respaldo de una unión política. Y en una generosa expresión de esa concepción, aceptó que en los órganos de gobierno del BCE prevaleciera el principio de «un miembro, un voto», a diferencia de lo que ocurre en el Consejo y demás instituciones comunitarias, así como en los organismos financieros internacionales –como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o los Bancos Multilaterales de Desarrollo–, donde cada país tiene un porcentaje de voto acorde con su peso político o económico.

Esa renuncia de Alemania a un derecho de veto en el BCE tendría consecuencias trascendentales durante la crisis del euro: permitió al Banco adoptar medidas excepcionales a pesar del rechazo del Bundesbank, lo que tuvo como precio la dimisión de algunos de sus representantes y la frecuente manifestación pública de su discrepancia.

### **Los desequilibrios provocados por unos tipos de interés demasiado bajos**

En perspectiva histórica, parece claro que España no estaba preparada para entrar en el euro, a pesar de que en 1997 cumpliera los llamados «criterios de convergencia»: ni gozaba de la flexibilidad precisa para adaptarse con éxito a una unión monetaria y a la consiguiente renuncia del tipo de cambio como mecanismo de ajuste; ni disponía de mecanismos eficaces que frenaran la excesiva euforia que produjo la fuerte caída de los tipos de interés nominales y reales que provocó el ingreso en el euro.

Confieso que, por falta de perspicacia, esta última posibilidad nunca la debatimos –ni recuerdo que nadie la mentara– mientras se



negoció el proyecto de unión monetaria y se debatió en España las posibles consecuencias de nuestro ingreso en la unión monetaria. El temor siempre fue el contrario: que la pertenencia a la unión monetaria fuera una «losa que nos estábamos echando al cuello» y pudiera frenar nuestro crecimiento.

Pero la realidad fue la contraria: a principios de siglo y de la unión monetaria la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) tuvo en cuenta la situación de estancamiento que atravesaba por entonces Alemania: no resultó laxa para ese país, pero sí para España, en donde los tipos de interés reales fueron negativos durante mucho tiempo y el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente llegó a rozar en 2007 el 11% del PIB.

Vivimos, pues, un largo período en el que las instituciones y ahorradores alemanes compraban a manos llenas los valores emitidos por las cajas de ahorros y los bancos españoles para financiar la burbuja crediticia e inmobiliaria que vivía España; y esa aparente bonanza permitía a los españoles comprar bienes y equipos fabricados en Alemania. En suma, la transferencia financiera desde Alemania (préstamos y compra de activos financieros españoles) iba acompañada de una transferencia real de recursos (exportaciones netas alemanas a España).

En aquella etapa se dieron algunas paradojas curiosas:

- A España le perjudicó tener un sistema bancario más dinámico y con mayor nivel de competencia que el de otros países europeos –como Italia o Francia, por citar dos ejemplos cercanos–, pues esa característica produjo una competencia feroz en el mercado de crédito hipotecario que redujo sus márgenes y llevó a muchas entidades de crédito a intentar compensar esa caída de márgenes con el crecimiento de su cartera de crédito y a prestar atención creciente a los segmentos del mercado inmobiliario con mayor margen y riesgo –como la promoción inmobiliaria–.
- A España le hubiera venido mucho mejor que el BCE hubiera aplicado el supuesto «pilar cuantitativo» de la política monetaria que, en teoría, heredó del Bundesbank. En efecto, desde 1999 el BCE fijó para el crecimiento de la magnitud monetaria a la que mayor atención prestaba –la llamada  $M_3$ – un «nivel de referencia» que se revisaría anualmente y que se fijó inicialmente en el 4'5%. El Banco consideró oficialmente el análisis de las magnitudes monetarias el «segundo pilar» de su política monetaria. En la práctica, sin embargo, la  $M_3$  creció siempre por encima de ese «nivel de referencia» –que se mantuvo inalterado–, lo que no impidió que el BCE rebajara sus tipos de interés: el Banco argumentaba que la preferencia del público por mantener activos líquidos (depósitos bancarios, efectivo...) hacía que la «velocidad de circulación» del dinero disminuyera. En 2003 el BCE dejó de revisar anualmente dicho «nivel de referencia». Y aunque algunos quisieron ver en esa decisión que el nivel de referencia del 4'5%, lejos de perder relevancia, se había transformado en un «valor eterno», lo cierto es que entrañó el abandono definitivo del heredado «pilar monetario».

En suma, aquel largo período de tipos de interés bajos agravó en España los «desequilibrios fundamentales» que el inicio de la crisis dejó al descubierto:

- La crisis bancaria latente en varias entidades, oculta por las normas de valoración aplicables a préstamos y otros activos no negociados en mercados organizados y por el gradualismo del régimen de provisiones.
- El grave desequilibrio de la balanza de pagos por cuenta corriente, al que acompañó un endeudamiento neto creciente frente al exterior.
- El desequilibrio fiscal latente, oculto tras la abundancia de ingresos que le proporcionaban a las diversas Administraciones públicas la burbuja inmobiliaria y el desmedido crecimiento de las importaciones.



## LA MEDICINA APLICADA

La crisis financiera internacional, primero, y su mutación, después, en las postrimerías de 2009, en una crisis de deuda soberana que se inició en Grecia pero afectó más tarde a Irlanda, Portugal y, en menor medida, España e Italia, ha obligado a los países miembros del euro a adoptar medidas no previstas cuando dos décadas antes se negoció el proyecto de unión monetaria.

Su adopción ni fue rápida ni obedeció a una estrategia diseñada de antemano: fue el resultado de un turbulento período de tensiones financieras, negociaciones políticas y reformas graduales, cuyas características básicas se señalan a continuación.

- *Gestión vs. prevención de crisis*

Como siempre ocurre, la crisis vivida en la zona euro suscitó a sus miembros e instituciones dos problemas distintos:

- Cómo resolver la crisis en curso (*crisis management*) y distribuir sus insoslayables costes (*legacy costs*);
- Cómo prevenir crisis similares en el futuro (*crisis prevention*).

Por desgracia, no siempre es fácil cohonstar ambos objetivos, pues para superar la crisis en curso pueden resultar precisas medidas excepcionales, a contrapelo del recetario preciso para prevenir crisis futuras.

Así, si una crisis pone de manifiesto que las entidades de crédito no estaban sujetas a unas exigencias de capital suficientemente estrictas y, para que capeen con éxito las futuras crisis, se les obliga a un temprano reforzamiento de sus recursos propios, lo más probable es que traten de lograrlo «cortando el grifo» de nuevos préstamos, de forma simultánea e inmediata, lo que agravará las secuelas de la crisis y su naturaleza sistémica. Como en cualquier «dilema del prisionero», el esfuerzo individual por mejorar la situación propia y la desconfianza en la cooperación ajena provocarán un resultado colectivo adverso.

De igual forma, si tras la eclosión de la crisis los grandes países acreedores, como Alemania u

Holanda, siguen considerando virtuosas sus tradicionales políticas de austeridad y contención de su demanda interna, harán imposible que los países con una gran deuda exterior acumulada –como España– puedan corregir el desequilibrio de sus cuentas exteriores y disminuir su endeudamiento. Ese «problema de las transferencias» lo vivió ya Europa en el período de Entreguerras –cuando los aliados victoriosos en la Primera Guerra Mundial no facilitaban las exportaciones de la vencida Alemania pero al tiempo le reclamaban cuantiosas indemnizaciones de guerra– y, sin que se le diera ese vetusto nombre, ha vuelto a manifestarse tras la crisis del euro, con la significativa diferencia de que ahora Alemania es la gran acreedora.

No es infrecuente, en fin, que las medidas dirigidas a prevenir crisis futuras se adopten antes, con mucha más facilidad, que las precisas para solventar la crisis ya manifiesta.

Con ese fin, además del reforzamiento de las exigencias de recursos propios de las entidades de crédito, a partir de 2010 la Unión Europea y, en particular, los países miembros del euro:

- Crearon un «Consejo Europeo de Riesgo Sistémico», presidido por el BCE, y, siguiendo las recomendaciones del Informe Lamfalussy, elevaron a la categoría de «Autoridades Financieras Europeas» los tres antiguos comités de coordinación de los supervisores nacionales de banca, mercado de valores y seguros.

La creación en 2010 de la «Autoridad Bancaria Europea» resultó, sin embargo, una reforma demasiado tímida para apuntalar las deficiencias de la unión monetaria, y dio paso en 2012 a la centralización en el BCE de la supervisión bancaria de las entidades de crédito de los países miembros del euro, como prometedor paso hacia la creación de una genuina «unión bancaria» en la zona euro, que deberá completarse algún día con sendos mecanismos europeos de garantía de depósitos y de restructuración bancaria.

- Establecieron un procedimiento para supervisar, de forma sistemática, y prevenir

los desequilibrios macroeconómicos de los países miembros, paralelo al ya establecido en 1992 en el Tratado de Maastricht para los déficits presupuestarios excesivos.

- Exigieron a los países miembros del euro, como parte del llamado «Pacto Fiscal», que incorporaran directamente a su legislación interna –y, preferiblemente, a su Constitución– «reglas fiscales» que aseguraran el mantenimiento de la disciplina presupuestaria.

La presteza con la que se aprobaron estas medidas de prevención futura quedó patente en España en el verano de 2011, cuando en menos de tres meses un acuerdo entre los dos grandes partidos permitió la meteórica reforma del artículo 135 de la Constitución, que introdujo en España una matizada regla de equilibrio presupuestario estructural y un límite del 60% al nivel de Deuda Pública en relación con el PIB.

- *Brinkmanship*

En los regímenes democráticos resulta posible aprobar con facilidad –como acabamos de indicar respecto al artículo 135 de la Constitución– reformas trascendentales de efecto diferido.

Pero cuando las medidas son dolorosas o entrañan costes y tienen un efecto inmediato y visible para los ciudadanos, la experiencia enseña que el gobernante de nuestras democracias no podrá seguir el consejo que Maquiavelo dio al Príncipe en el capítulo VII de su inmortal obra: «Los actos de severidad deben hacerse de una sola vez, para que, sintiéndose menos, ofendan menos; los beneficios, por el contrario, deben concederse poco a poco, para que puedan saborearse mejor».

En las democracias modernas tales medidas sólo pueden adoptarse cuando se perciben como inevitables por la opinión pública, lo que sólo ocurre en el fragor de una crisis o cuando los ciudadanos avizoran el abismo al que el país se precipitará si no se adoptan.

En el mundo de la política internacional ese fenómeno dio origen, en tiempos de la Guerra

Fría, al fenómeno que se conoció como *brinkmanship* o juego del «chicken». El filósofo británico Bertrand Russell describió el fenómeno en 1959 en su libro *Common Sense and Nuclear Warfare*, y lo ilustró con el juego que practicaban por parejas algunos adolescentes americanos: al volante de sus coches, arrancaban de lejos en sentido contrario –como en una justa medieval– y perdía el «gallina» (*chicken*) que giraba primero para evitar el choque frontal (en la versión del «Rebelde sin causa» de James Dean, los coches corren en paralelo hacia un acantilado, y gana el último conductor en saltar del vehículo). Para Russell ese juego era una metáfora del conflicto entre las dos potencias nucleares de la época y de la táctica de *brinkmanship* seguida por el Secretario de Estado americano, Foster Dulles –dejar que las crisis internacionales se agudizaran, aun a riesgo de desencadenar un holocausto nuclear–.

En el mundo económico, fue el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, quien utilizó de nuevo la metáfora cuando a principios de 2012 se refirió al «abismo fiscal» (*fiscal cliff*) al que se precipitaría Estados Unidos si antes del 31 de diciembre de 2012 no se alcanza un acuerdo político de reducción del déficit presupuestario que evite la entrada en vigor automática de las traumáticos recortes de gastos y aumentos de impuestos previstos por la legislación si no hay acuerdo.

En el caso del euro, el presidente Zapatero no habló de un «abismo», sino de un «*Pearl Harbour* financiero» cuando se refirió a la crisis del mercado de Deuda de mayo de 2010 que le obligó a adoptar medidas severas de corrección del déficit presupuestario. Pero, cualquiera que sea la metáfora empleada, ha sido el riesgo inminente de caer en potenciales «abismos monetarios» (*euro cliffs*, podríamos decir) el que ha impulsado la aceptación –tanto en España y otros países en crisis, como en Alemania y los demás países acreedores– de medidas extraordinarias para evitar la fragmentación de la zona euro y su abandono traumático por alguno de sus miembros.

Ese carácter forzado de las medidas excepcionales adoptadas por las autoridades políticas



nacionales y las instituciones europeas, como el BCE, ha tenido varias consecuencias:

- La permanente insatisfacción de los mercados financieros y analistas con los paquetes de reformas aprobadas por los sucesivos Consejos Europeos, que los mercados siempre hubieran deseado más ambiciosos.
  - La reticencia de Alemania y del BCE a anunciar medidas ilimitadas de apoyo a los países en crisis, por temor a que éstos, superado el trance y restablecida la calma y su capacidad de financiación a tipos de interés más razonables, perdieran todo incentivo político para adoptar reformas impopulares.
  - La adopción, bajo la presión de los mercados financieros y de sus socios europeos, por los Gobiernos de los países en crisis de medidas excepcionales –como subidas de ciertos impuestos y recortes de gastos– que habían prometido que no adoptarían.
- *Paralelismo o condicionalidad*

Por eso, la medicina aplicada para sortear la crisis ha discurrido por dos cauces paralelos, íntimamente vinculados por razones políticas: las medidas de reforzamiento de la unión económica entre los países miembros de la unión monetaria; y la adopción de impopulares medidas de ajuste y reforma por los países precisados de ayuda.

En lo que atañe al reforzamiento de la unión económica, desde el mismo comienzo de la crisis financiera los países miembros del euro han ido adoptado un rosario de iniciativas inconcebibles cuando se firmó el Tratado de Maastricht.

El BCE fue pionero con su temprana oferta de financiación en dólares en agosto de 2007; con el posterior ofrecimiento a los bancos de financiación ilimitada en euros, a plazos que se fueron alargando hasta alcanzar los 3 años en las subastas de noviembre de 2011 y febrero de 2012, con reglas cada vez más flexibles sobre la calidad de los activos entregados en garantía; o con las compras de Deuda pública de países en aprietos, cuya manifestación más ambiciosa fue el programa de

*Outright Monetary Transactions* (OMT) anunciado por el presidente del BCE en julio de 2012, para aquellos países, como España, que solicitaran oficialmente ayuda a las instituciones comunitarias.

Alemania y los demás países acreedores terminaron aceptando mecanismos de rescate que muchos creían proscritos por el Tratado –aunque, por fortuna, el Tribunal Constitucional alemán consideró en septiembre de 2012 conformes con la Ley Fundamental alemana: tras su adopción, con carácter excepcional para Grecia, en 2010 y su posterior transformación en un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, se configuraron como un permanente Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) incorporado al Tratado mediante una meteórica reforma. Además, las posibilidades de uso de tales recursos se fueron ampliando progresivamente, para que pudiera utilizarse no sólo para otorgar préstamos a los Estados miembros, sino también para comprar de Deuda pública o para operaciones de recapitalización bancaria, como la aprobada para España en julio de 2012.

No deja de resultar irónico e ilustrativo de los cambios de actitud provocados por la crisis que fuera un Gobierno del Partido Conservador británico, liderado por John Major, quien en 1991 propusiera que el Tratado de Maastricht incorporara una regla de «no rescate» (*no bail-out*); y que otro Gobierno británico de idéntico signo político, dirigido ahora por James Cameron, pidiera con vehemencia dos décadas después que la zona euro se dotara de un poderoso «bazoka» que proporcionara ayuda financiera a sus miembros en crisis y frenara la especulación en los mercados contra los valores de su Deuda Pública.

Como parte de tales acuerdos, se adoptó también una iniciativa sin precedentes: condicionar el apoyo oficial financiero a Grecia a una significativa restructuración, con quita incluida, de sus deudas con acreedores privados –el llamado púdicamente «*private sector involvement*»–. La consecuencia fue que sean ahora los países e instituciones europeas, así como el FMI, los principales acreedores de Grecia, lo que ha suscitado la espionosa cuestión de hasta qué punto la sostenibili-



dad de la deuda griega exigirá ahora otra generosa quita por sus acreedores oficiales.

En junio de 2012 el Consejo Europeo dio un paso trascendental cuando aprobó la transformación del BCE en supervisor prudencial único de las entidades financieras de la zona euro. Es cierto que la unión bancaria sólo será plena cuando esté respaldada por un Fondo Europeo de Garantía de Depósitos –financiado por todas las entidades de depósito europeas– y de un Mecanismo Europeo de Reestructuración y Resolución bancaria. Las dudas y controversias sobre la fecha efectiva de asunción efectiva por el BCE de sus nuevas funciones, sobre el carácter universal o limitado del conjunto de entidades sometidas a su supervisión y, en fin, sobre la aplicación de los fondos del MEDE, con carácter retroactivo, a la reestructuración de bancos afectados por la crisis son discrepancias comprensibles en una evolución que parece imparable hacia una genuina unión bancaria.

Es probable que a la unión bancaria le sigan, más adelante, avances hacia una mayor integración fiscal, con la creación de una Autoridad Fiscal Única capaz no sólo de sancionar a los Estados que incumplan las reglas fiscales, sino de favorecer la cooperación entre Estados y evitar la asimetría de los ajustes, para que el efecto contractivo de los ajustes en países deudores como España se vea más correspondido por impulsos expansivos de la demanda en los países acreedores. Tampoco cabe descartar que en un futuro no remoto se emitan «bonos de la Unión» u otros instrumentos que centralicen en un Tesoro de vocación federal la captación de fondos en los mercados financieros. Pero tales avances serán impensables en tanto no exista una confianza recíproca entre los países miembros del euro mucho más intensa que la que todavía existe.

Pero, como se señaló, las medidas de reforzamiento de la unión económica y de la arquitectura institucional del euro han estado vinculadas a la aceptación de medidas de ajuste y reformas por los Estados receptores de los apoyos.

En los casos de los países con programas oficiales de ayuda –Grecia, Irlanda y Portugal– esa

vinculación fue explícita, y ha sido objeto de supervisión periódica por «troikas» de representantes de la Comisión Europea, el BCE y el FMI. En el caso de España, también lo fue en el programa de ayuda pactado en julio de 2012 para la reestructuración del sistema bancario.

Pero junto a esa condicionalidad expresa ha existido también una innegable «condicionalidad implícita» en muchos otros casos.

En efecto, como contrapartida al establecimiento de los nuevos mecanismos de rescate, Alemania logró que los Estados miembros del euro incorporaron a su Derecho interno las llamadas «reglas fiscales», como el ya citado nuevo artículo 135 de la Constitución española.

Además, en el caso de España las sucesivas «recomendaciones» del FMI, de la Comisión Europea y de los Ministros de Economía y Hacienda de la zona euro hicieron que nuestro país acometiera reformas a las que se había resistido. Algunas de las más notables incluyeron:

- La reforma del sistema de pensiones públicas, con el alargamiento gradual de la edad de jubilación y la evaluación periódica de su sostenibilidad;
- El recorte, en términos nominales, de los sueldos de los funcionarios y empleados públicos;
- La reforma del mercado de trabajo y, en particular, la disminución de las indemnizaciones por despido; la introducción de medidas de flexibilidad interna y la potenciación de los convenios de empresa; y una incipiente reducción de la cuantía de las prestaciones por desempleo.
- La subida de los impuestos directos –especialmente el IRPF– y del IVA, así como la supresión de la deducción fiscal por compra de vivienda.
- La evaluación de la solvencia de las entidades de crédito españolas por consultoras privadas, al margen del Banco de España; el otorgamiento al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) de facultades para liquidar administrativamente («resolver»), al margen de cualquier proce-



dimiento concursal, entidades de crédito en crisis; y la creación de una nueva sociedad que adquirirá de los bancos activos dudosos.

- La adopción por la Administración General del Estado de un control mucho más estricto de los objetivos y ejecución de la política presupuestaria por las Comunidades Autónomas, apoyado, además, en la condicionalidad inherente a los Fondos de Liquidez creados por el Estado para permitir que las Comunidades Autónomas paguen sus deudas comerciales pendientes con sus proveedores y refinancien su deuda financiera.

También aquí las autoridades nacionales se han limitado habitualmente a acometer aquellas reformas que en cada momento juzgaban como indispensables, lo que ha obligado a sucesivos endurecimientos de reformas previas, en contra del citado consejo de Maquiavelo.

- *El maratón de la recuperación*

La superación de la crisis por los países aquejados de desequilibrios fundamentales agravados durante sus primeros años en la unión monetaria era una tarea inevitablemente compleja, por varios motivos:

- Es difícil corregir desequilibrios económicos fundamentales sin poder acudir al viejo remedio de los reajustes de paridades, especialmente cuando –como ya vimos– los países integrados en la moneda única no constituyen una «zona monetaria óptima».
- Uno de los principales desequilibrios fue –al menos en el caso de España– la excesiva acumulación de deuda privada, vulnerabilidad que se tarda años en superar, especialmente cuando la tasa de inflación es baja.
- La crisis, aunque gestada en España y otros países en el sector privado, terminó por elevar el nivel de Deuda Pública de todos ellos, y ha obligado a los países con más dificultad de financiación a adoptar medidas urgentes para reducir sus desequilibrios presupuestarios.

Algunos albergaron la esperanza de que tales ajustes fiscales tuvieran un efecto macroeconómico expansivo, una posibilidad teórica que han venido defendiendo varios economistas italianos (Giavazzi, Pagazo, Alesina...) cuando no descansan en aumentos de impuestos, sino en recortes permanentes del gasto público, porque –dicen– esa estrategia puede acrecentar la confianza de los empresarios y neutralizar el efecto contractivo sobre la demanda agregada de la reducción del gasto.

Pero esas esperanzas se han mostrado quiméricas: la prolongación de la crisis ha demostrado, como afirmó el FMI en su *World Economic Outlook* de octubre de 2012, que los ajustes fiscales no sólo tienen efecto contractivo sobre el PIB, sino que la proporción entre ambos –esto es, los «multiplicadores fiscales»– están teniendo durante esta «Gran Recesión» valores superiores a los hasta ahora estimados y podrían estar situados en una horquilla de entre 0,9 y 1,7.

Como corolario de esa idea –que, surgida en el FMI, han terminado calando entre los expertos y autoridades políticas de la Comisión Europea y de los países acreedores de la zona euro–, los ajustes fiscales deben basarse en medidas estructurales de saneamiento presupuestario que engendren un superávit primario duradero, no en meros «hachazos» que afecten por igual a todas las partidas de gasto y busquen reducir a toda costa, con mucha rapidez, el déficit presupuestario.

Como afirmó en octubre de 2012 el economista jefe del FMI, Olivier Blanchard, los procesos de consolidación fiscal no deben concebirse como una carrera de velocidad, en la que lo esencial es un buen *sprint*; se asemejan, más bien, a un maratón, una prueba que exige resistencia y un esfuerzo prolongado.

Esa constatación creciente de que los multiplicadores fiscales se habían estimado como demasiado optimismo llevó a que en noviembre de 2012 la Comisión Europea y los Ministros de Economía y Hacienda del euro mostraran mayor flexibilidad sobre el objetivo de déficit presupuestario nominal pactado con España para 2012 y 2013.



## UNA HISTORIA INACABADA

La crisis del euro ha dado la razón a quienes, especialmente desde Alemania, señalaron durante las negociaciones del Tratado de Maastricht que una unión monetaria no sería sostenible a largo plazo si no iba acompañada de una mayor integración política; y a los economistas alemanes que, un lustro más tarde, en vísperas de que la unión monetaria se iniciara, advirtieron que algunos países, aunque cumpliéramos estadísticamente los criterios de convergencia, todavía no estábamos preparados para integrarnos en ella y renunciar al tipo de cambio como mecanismo de ajuste.

La Canciller Merkel recordó en pleno fragor de la crisis esa relación entre unión monetaria e integración política: «Necesitamos más Europa, no menos. Por eso es necesario crear una unión política, algo que no se hizo cuando se lanzó el euro». Y son pocos quienes dudan de que la admisión de Grecia como miembro de la unión monetaria –aunque no se produjera en el primer momento, sino en 2002– fue un gravísimo error que ha suscitado una inestabilidad en la unión monetaria que no guarda proporción con el peso de ese país.

El anuncio por el BCE, en julio de 2012, de su disponibilidad a estabilizar el mercado de la Deuda Pública de aquellos países que soliciten ayuda oficial y cumplan las condiciones que se le impongan ha atemperado, en gran medida, las graves turbulencias vividas en la zona euro en los momentos álgidos de la crisis. Pero se trata de una tregua que no deberá frenar el paralelo avance hacia una mayor integración económica y

política entre los miembros del euro –cuyo próximo estadio debe ser la creación de una genuina unión bancaria– y hacia la superación definitiva por los países en crisis –como España– de sus desequilibrios fundamentales y rigideces económicas.

El principal reproche que puede hacerse a Alemania, a los demás países acreedores y, como reflejo de su influencia política, a la Comisión Europea es haber seguido prestando atención casi exclusiva a los desequilibrios presupuestarios y predicando por doquier como solución la austeridad fiscal, desdeñando la contribución esencial que el crecimiento de los países acreedores y del conjunto de la Unión deberá jugar para que los países deudores, como España, puedan restablecer su equilibrio y reducir su endeudamiento externo.

¿Cómo acabará esta historia?

El lector de Don Quijote tiene que aguardar pacientemente trece capítulos hasta que el desdeñado Cardenio, presto a morir de amores en el XXIII, se reencuentra y reconcilia con su amada en el XXXVI.

Esperemos que los males que nos provocó nuestro prematuro ingreso en una unión monetaria imperfecta, y una década de tipos de interés demasiado bajos, no duren tantos años como capítulos los del infortunio de Cardenio. En tanto los padecemos, consolémonos pensando que, si no desmayamos prematuramente en el esfuerzo de ajuste y reforma, y los demás países e instituciones de la zona euro, con el BCE a la cabeza, no siguen ofreciendo el apoyo debido, también nuestra historia en el euro tendrá un final feliz.





# LA CONSTRUCCIÓN DE EUROPA: HACIA UN TESORO COMÚN

**José Manuel Campa**  
**IESE Business School**

## INTRODUCCIÓN

En el debate sobre la construcción europea, y en particular de la unión económica y monetaria, se oscila entre polos opuestos que describen alternativas que sean fácilmente identificables con los paradigmas que conocemos. Estos polos se encuentran en una unión monetaria y fiscal con un conjunto amplio (o incluso total) de mutualización de las obligaciones fiscales de los actuales estados miembros en el conjunto de la Unión (generalmente denominado unión fiscal) y una reversión hacia un conjunto de estados nacionales con mínimas contingencias fiscales comunes y, probablemente, con una unión monetaria mucho más restrictiva que la actual o incluso con monedas propias. Estos dos planteamientos presentan dos visiones de la construcción de Europa enfocadas en el objetivo final que se basan en una Europa como una unión política con mecanismos de política económica y fiscal similar a la que tienen hoy en día los estados federales o confederales en el mundo, o un retorno a una Europa de estados nacionales con políticas monetarias y fiscales coordinadas, pero esencialmente propias.

Sin lugar a dudas, una clarificación por parte de los estados Europeos sobre cuál es la visión final del mapa político europeo ayudaría a planificar las instituciones económicas. Pero en la realidad, el diseño de esas instituciones económicas no es posterior a la decisión clara sobre el diseño político final de Europa. Al contrario, la integración económica y las instituciones alrededor de la

Unión Europea han servido para ir configurando el consenso hacia lo que pueda ser el futuro. Parafraseando a Machado «Europa no tiene camino, sino que hace el camino al andar». El objetivo prioritario por lo tanto es cómo avanzar en el progreso transitorio de una Europa con predominio casi exclusivo de estados nacionales hacia una Europa con mayor coordinación e integración de políticas comunes, sin incurrir en el camino en errores de diseño que puedan dificultar la consecución del objetivo final.

Este trabajo analiza desde esa perspectiva las alternativas que se plantean como necesarias para la reconstrucción de una unión monetaria que a lo largo de la crisis ha mostrado deficiencias en su diseño, en su funcionamiento, y en el grado de cohesión en cuanto a proyecto político democrático. El trabajo se centra en uno de esos mecanismos necesarios de coordinación: el incremento de la coordinación, y en su caso mutualización, fiscal por parte de los estados miembros para garantizar el funcionamiento de la unión monetaria. La tesis básica es que la construcción de una mayor integración fiscal, pudiendo ser deseable en muchas dimensiones, es absolutamente prioritaria para el funcionamiento de la unión monetaria después de la experiencia de la crisis, y por tanto lo verdaderamente urgente es desarrollar los aspectos esenciales de la construcción de esos elementos ahora. Esos elementos los limitaría inicialmente a la existencia de un instrumento de financiación que se convirtiera en referencia de coste de financiación del conjunto



de la zona euro y sobre el que el Banco Central Europeo tuviera la legitimación absoluta (legal y popular) para actuar en su apoyo.

En la siguiente sección se explica la necesidad de un instrumento de referencia en la zona euro para la estabilidad financiera. A continuación se detallan las características principales con las que debería contar un tesoro europeo. Después se revisan distintas propuestas concretas sobre emisión conjunta en la zona euro con sus ventajas y desventajas. Finalmente, se discuten los aspectos más importantes sobre las fuentes de ingresos y el uso de los fondos destacando entre las alternativas aquellos aspectos que serían más eficaces en el reforzamiento de la unión monetaria.

## **NO UNA UNIÓN FISCAL EUROPEA SINO UN TESORO DE LA ZONA EURO**

Cincuenta años de integración europea son suficientes para poder mirar a la historia y extraer algunas enseñanzas. Se puede avanzar en la integración comercial manteniendo políticas macroeconómicas esencialmente nacionales. Es más difícil, pero factible, mantener esas políticas nacionales cuando la integración alcanza la libre circulación de bienes, servicios y factores de producción (i.e. el mercado común europeo) e incluso cuando operamos políticas de cambio fijo (como el antiguo Sistema Monetario Europeo o el actual ERM2). Sin embargo, la unión monetaria, el euro, no es simplemente un sistema de tipos de cambio fijos. El sistema nacional de bancos centrales y la propiedad conjunta de los estados miembros del Banco Central Europeo, emisor del euro, supone de partida una mutualización por parte de los estados miembros de los riesgos asumidos por el BCE. Además, la libre circulación de capitales y la garantía de liquidez en el conjunto del sistema también implica el compromiso a asumir mecánicamente exposiciones netas a países específicos dentro del sistema de bancos centrales siempre que los agentes privados deseen alterar sus posiciones netas en cada país. Por lo tanto, la mutualización fiscal de obli-

gaciones dentro de la zona euro no es una necesidad resultante de la crisis que vivimos actualmente sino que es inherente a la moneda única desde su creación.

La conclusión obvia es que la prioridad en la mayor integración fiscal en Europa debe limitarse a el contexto de la zona euro y debe ser consistente con la construcción de la Unión Monetaria. No existe en la actualidad una necesidad perentoria ni razones económicas objetivas, aunque pudiera ser políticamente deseable, de avanzar en la construcción de una mayor integración fiscal para la Unión Europea en su conjunto. Tampoco parece políticamente factible.

La siguiente pregunta es qué grado de integración fiscal es necesario para restablecer el buen funcionamiento de la unión monetaria. De nuevo, podría ser políticamente deseable avanzar en más allá de lo estrictamente necesario, pero lo verdaderamente urgente es garantizar que al menos existen los elementos esenciales para garantizar un buen funcionamiento de la unión monetaria.

El BCE en la medida que asuma riesgos para garantizar el buen funcionamiento de la política monetaria en la zona euro y sus accionistas son los estados miembros está actuando como una posible fuente de mutualización fiscal de esos riesgos. Este diseño no planteaba mayores problemas políticos mientras el BCE y los bancos centrales asumieran funciones de liquidez en la provisión de la política monetaria y no existiese una asunción real de riesgos de solvencia por su parte.

La dureza de la crisis en las economías desarrolladas y las políticas monetarias seguidas para hacer frente a la crisis han llevado a situaciones límites las políticas fiscales y monetarias. Los estados desarrollados, como grupo, han dejado de ser libres de riesgo. Sus cargas fiscales como resultado de la crisis, las menores expectativas de crecimiento y las cargas implícitas en el futuro de sus compromisos con sus ciudadanos han hecho más cuestionable su capacidad de financiación a largo plazo. Tanto Japón, Reino Unido y Estados Unidos cuentan con situaciones



fiscales aparentemente tan exigentes como las que se enfrentan algunos de los estados de la zona euro. Los bancos centrales también han tenido que incrementar sustancialmente sus balances y como consecuencia su riesgo. El ejemplo más dramático es la Reserva Federal de Estados Unidos, pero no es el único. Tanto los balances totales de los bancos centrales, como la tenencia de bonos de sus gobiernos nacionales, se han incrementado sustancialmente como resultado de la crisis económica. Esto se ha producido en un entorno de tipos de interés históricamente bajos en los países desarrollados, generando además la impresión que los estados públicos no tienen problemas para financiar sus obligaciones fiscales.

Sin embargo, los estados dentro del euro sí encuentran diferencias sustanciales en su capacidad de financiar dichas cargas públicas. Las razones son múltiples y complejas y se encuentran analizadas en otras partes de este volumen. No es mi objetivo analizarlas aquí sino enfocarme en un resumen de la que considero fundamental. En los estados con banco central propio existe una alta correlación entre el incremento del riesgo que asumen el banco central y el riesgo fiscal. Esta correlación viene derivada de la legitimación que el Banco central tiene para aceptar en su balance la deuda del tesoro bien comprándola directamente o indirectamente a través de tener como garantía última de los activos en su balance al tesoro. Esto no ocurre con el Banco Central Europeo y las deudas individuales de sus estados miembros. El Banco Central Europeo no se encuentra legitimizado, y es cuestionado, cuando en su balance se incrementa la posición de activos (públicos o privados) de estados miembros cuya solvencia disminuye. Si estos activos son directamente deuda pública de algún estado (como en el caso del Programa de compra de deuda soberana) por temor a una posible monetización de deuda, si son activos privados del sistema bancario por que la crisis ha demostrado que la garantía final de la calidad de esos activos es la de ese estado nacional.

El resultado es que en las economías que no son de la zona euro existía un financiador de últi-

ma instancia antes de la crisis: su banco central. En la zona euro el BCE también lo era de facto, siempre que no se cuestionase la solvencia de los prestatarios (privados o públicos). Sin embargo, durante la crisis la legitimación para seguir jugando ese papel sí ha cambiado para el BCE y no lo ha hecho para el resto de bancos centrales. El financiador de última instancia en la zona euro se convierte en el gobierno de cada país en cuanto surgen dudas de posible solvencia en cualquiera de los prestatarios (privado o público). Obviamente, el surgimiento de estas dudas es endógeno a la evolución de la gestión de la crisis en sí misma y retroalimenta la potencial insolvencia de los soberanos dentro de la zona euro. El deterioro de la confianza ha llegado hasta el punto que se ponga en duda la solvencia de un conjunto cada vez más amplio de los soberanos dentro del euro.

Por lo tanto, la prioridad en la construcción de un tesoro debe ser la construcción de un instrumento que elimine las fuentes de la falta de confianza dentro de la zona euro. Dicho instrumento debe ser construido de tal forma que el Banco Central Europeo tenga la legitimación plena para apoyarlo y sobre el que exista la percepción clara por el mercado que es un instrumento que contará con un comprador de última instancia, i.e. el Banco Central Europeo. La legitimación al BCE debe ser no sólo legal sino política.

Una característica complementaria es que este instrumento debe ser considerado en lo posible libre de riesgo. Obviamente, de la discusión anterior se deriva que la percepción de un activo como libre de riesgo no es exógena de la actitud del banco central ante ese activo. Por eso es importante que el BCE tenga la plena legitimación para actuar como comprador de última instancia. Si el BCE tiene la legitimidad, el mercado creará que existe ese comprador de última instancia, y el activo será percibido como más seguro.

Por último, el instrumento debe formar parte central de la transmisión de la política monetaria dentro de la zona euro. Como tal, debe ser un instrumento suficientemente líquido y con una estructura de vencimientos suficientemente



grande y profunda, al menos similar a la de cualquiera de los bonos emitidos por los tesoros nacionales actualmente.

Bajo esta perspectiva, el diseño del futuro tesoro europeo debe entenderse como un instrumento esencial de estabilidad financiera dentro de la zona euro. La función de captación de fondos para la gestión pública y el uso de los mismos jugaría un papel secundario. Por supuesto, que es importante clarificar en todo instrumento de financiación para qué se va a utilizar y en qué condiciones. Estas decisiones son características esenciales de una política fiscal pero no forman parte de las decisiones estrictas a las que se enfrenta un tesoro nacional. El tesoro tiene como objetivo la captación de los recursos necesarios establecidos por su marco fiscal y la gestión de esa captación de recursos de una forma que sea eficiente, no desestabilice los mercados financieros, y minimice el coste medio de financiación a largo plazo.

La determinación del uso final que se da a esos recursos captados por el tesoro es la esencia de la política fiscal. En el contexto del euro si el uso de los recursos captados a nivel europeo es para financiar las necesidades fiscales actuales de los estados, para la provisión de fondos a políticas comunes dentro de la zona euro o para la financiación de nuevos mecanismos de políticas anticíclicas es importante, faltaría más. El que los recursos se usen de una u otra manera puede contribuir a la estabilidad global de la zona euro o a su inestabilidad institucional. Una sección posterior desarrolla en más detalle estos aspectos. Pero en cualquier caso, el debate sobre estos usos, siendo importante, debería tener un papel secundario al menos en la construcción del tesoro en el corto plazo.

### **DISEÑO DE UN TESORO EUROPEO: OBJETIVOS Y CARACTERÍSTICAS**

El diseño y estructuración de un tesoro en Europa dependen en gran medida de los objetivos que se pretendan obtener mediante la existencia

de dicho tesoro. También la probabilidad de que su existencia se convierta en realidad. La predisposición de los distintos estados miembros a que el tesoro se haga realidad será muy distinta en función de los fines que se persiga y también, aunque en menor medida, de su estructuración, y los detalles de su funcionamiento. Como se ha indicado en la sección anterior el objetivo prioritario debería ser la construcción de un instrumento que contribuya a la estabilidad financiera en la Unión Monetaria. El Presidente del Consejo Europeo, H. Van Rompuy, en su informe preliminar ante el Consejo Europeo de octubre recoge esta prioridad al reconocer que la creación de un activo financiero líquido y libre de riesgo debe ser parte fundamental del futuro de la unión económica y financiera (Van Rompuy 2012). Limitar el objetivo del tesoro en esta dirección también ayudará a conseguir el apoyo político para su desarrollo.

En primer lugar, se deben definir las características mínimas que debería cumplir ese futuro «tesoro europeo» para que pueda considerarse como tal. Como mínimo dichas características deberían incluir:

- Que tenga capacidad para la emisión de instrumentos financieros de financiación (deuda, bonos) y de liquidez cuyo respaldo fuera alguna entidad pública europea otra que un sólo estado miembro;
- que dicha emisión se realice con vocación de continuidad, estabilidad, y para financiar de forma estable un conjunto de actividades del sector público de carácter generalista;
- que en la garantía de los pagos futuros de esa deuda emitida exista un compromiso solidario por parte de los gobiernos de la zona euro o un marco recaudatorio a nivel europeo suficientemente amplio para la captación de recursos necesarios para hacer frente a los pagos de las emisiones;
- que el conjunto de emisiones sea de un tamaño suficientemente significativo para que se perciba un instrumento de referencia en los mercados financieros de renta fija en Europa.



Ya existen organismos e instituciones en Europa en la actualidad que realizan emisiones de deuda en los mercados financieros con algunas de estas características. La Comisión Europea emite regularmente en los mercados financieros y cuenta con su presupuesto de acuerdo con las perspectivas financieras pactadas por los estados miembros como garantía del pago de las obligaciones adquiridas en esas emisiones. Sin embargo, su capacidad recaudatoria limita el tamaño de dichas emisiones. El EFSF también emite en los mercados financieros deuda con garantías de los Estados miembros del euro. Existen otras entidades europeas, particularmente el BEI, y el recién creado Mecanismo Europeo de Estabilidad, que teniendo como accionistas a estados miembros emite regularmente en los mercados financieros para el desarrollo de sus objetivos fundacionales.

Sin embargo, ninguna de esas entidades cumple en estos momentos la percepción de ser un auténtico tesoro europeo. Sus emisiones se justifican exclusivamente para la consecución de unos fines que se consideran excesivamente especializados, no financian los aspectos fundamentales de la política fiscal y tienen potencial de tamaño muy limitados en relación al de los mercados financieros en euros. Como resultado, ninguno de ellos se percibe de momento como instrumento de referencia en renta fija de los mercados financieros en euro.

Algunos analistas ven en el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad, sus competencias más amplias dentro del sector bancario y su capacidad de emisión, como el embrión de un futuro tesoro que con el tiempo pueda crecer en su capacidad de emisión y competencias. Esto parece poco probable. El Mecanismo por construcción está acotado a emisiones para fines muy concretos y que no son estables ni garantizan continuidad en el tiempo. Son programas específicos (de apoyo fiscal o bancarios) para momentos determinados en el tiempo. Por lo tanto no es razonable pensar que vaya a contar con la continuidad, estabilidad, y predictibilidad en sus emisiones con la que cuenta un tesoro nacional.

## **PROPUESTAS DE INSTRUMENTACIÓN DE EMISIONES CON GARANTÍA CONJUNTA**

Anteriormente hemos definido la actividad esencial de un potencial tesoro europeo: emitir un instrumento de deuda para captar recursos en los mercados financieros. Dicho instrumento tendría unas características deseables: de una calidad crediticia máxima, estable en el tiempo, con una estructura temporal de vencimientos amplia, y legitimidad por parte del BCE para utilizar ese instrumento en todas sus actuaciones de política monetaria. Inicialmente ese instrumento no tendría por qué ser emitido conjuntamente (podría ser emitido por tesoros nacionales), ni con garantía solidaria de los estados miembros, pero sí debería tener unas características que le permita tener la máxima calidad crediticia y un cierto grado de estandarización entre los distintos emisores. Sólo de esta manera esos distintos instrumentos serían fácilmente comparables, e idealmente sustitutos entre sí, hasta el punto de convertirse de facto en un instrumento único para el conjunto de la zona.

Varias propuestas han sido realizadas en los últimos años de instrumentos que puedan tener esas características. Una rápida revisión de las cinco más importantes, y sus diferencias es útil para entender mejor las alternativas factibles.

Las cinco propuestas de instrumentos más reconocidas son:

- Los eurobills (Hellwig y Philippon 2011): sería la propuesta de una emisión solidaria de todos los bonos con vencimiento menor a un año realizadas por los estados de la zona euro. La emisión la realizaría un tesoro integrado en la zona euro; el saldo vivo para cada país nunca podría ser superior al 5% de su PIB; y estaría sujeto al cumplimiento por el país de sus compromisos fiscales dentro del pacto de estabilidad y crecimiento. El incumplimiento de esos compromisos por parte del país, implicaría la imposibilidad por el mismo de emitir nuevos instrumentos con esta característica a



partir de la declaración de incumplimiento por las autoridades europeas.

- Bonos rojos y azules (Delpa y von Weizsäcker 2010): el objetivo sería la construcción de un bono (bono azul) para el conjunto de la zona euro que los estados nacionales podrían complementar con bonos nacionales (bonos rojos) similares a los actualmente emitidos por los estados. El nuevo bono azul tendría garantía solidaria de los estados del euro y su emisión sería limitada a un porcentaje del PIB de cada país (en la propuesta original el 60%). El bono (que podría ser un único instrumento, o instrumentos distintos por países pero todos con garantía solidaria) se emitiría con una estructura temporal de vencimientos homogénea para todos los países.
- El fondo de redención de deuda (Comisión de Expertos 2011): la propuesta también sería separar la deuda actual de los estados miembros en dos grupos. Un grupo hasta el 60% del PIB (criterio del PEC) de cada país. El segundo grupo, que incluiría aquella deuda existente en cada país por encima de ese nivel, se transferiría al nuevo fondo de redención de deuda que tendría garantía solidaria de todos los estados miembros que aporten deuda al fondo. Los países entrarían en obligaciones individuales contra este fondo para repagar la deuda transferida por cada uno de ellos en 25 años. Para ello tendrían que identificar fuentes de ingresos en sus presupuestos que se destinarían al pago de esta deuda, ofrecer garantías adicionales, y comprometerse a un plan de consolidación fiscal y de reformas estructurales consistente con dichos pagos.
- Los Bonos Seguros (Brunnermeier et al., 2011): propone estructurar la deuda actual en dos tramos: uno senior que tendría la condición de muy seguro y un segundo tramo que tendría prelación menor y por lo tanto sería más arriesgado. El tramo senior sería emitido inicialmente de forma mancomunada (lo que evitaría cambios legales en

los tratados actuales), aunque a medio plazo se podría transformar en instrumentos con garantía solidaria por todos los estados miembros. A largo plazo el tesoro europeo se haría cargo de toda la deuda de los estados miembros hasta un 60% del PIB, aunque en el corto plazo el tamaño del tramo senior sería sustancialmente inferior.

- Fondos de estabilidad: la Comisión Europea propone en su Green Paper al respecto (Comisión Europea 2011) un abanico de tres alternativas que en parte incluye alguna de las anteriores. Estas alternativas serían, de menor a mayor grado de mutualización e integración a nivel de la zona euro: la emisión de bonos por el EFSF; los bonos rojos/azules, y los eurobonos, con mutualización plena y emisión únicamente de las necesidades de financiación de los estados miembros mediante un tesoro plenamente integrado europeo.

Existen diferencias importantes entre las características técnicas y los detalles de cada uno de los instrumentos que surgirían de estas propuestas, pero no debemos analizarlos como alternativas estancas o excluyentes sino como opciones sobre las que se puede construir un instrumento que esté en la base de la construcción del nuevo tesoro europeo. Como se dijo anteriormente, el instrumento debería convertirse en referencia en el funcionamiento de la zona euro. Para ello debe ser un instrumento líquido, con profundidad suficiente para que se comercialice ampliamente, con todo un conjunto de referencias temporales, y un plan de emisiones, que garanticen mercados activos tanto en primario como en secundario, objetivos de emisión claros, estable y calendarios pre-fijados. Finalmente, se debe desarrollar una estructura de creadores de mercado. En este contexto la propuesta de bonos rojos/azules, o los eurobills se acercarían más a este objetivo.

El instrumento también debe enmarcarse dentro de la legalidad europea. Idealmente debería estar dentro de la legislación europea, incluso si fueran necesarios cambios en el trata-



do. Sin embargo, la operatividad a corto plazo de un instrumento que requiera cambios en el tratado es difícil. En este sentido los bonos seguros, y en menor medida, el fondo de redención y los eurobills requerirían menores ajustes legales y tendrían una aplicación más inmediata. Adicionalmente, el instrumento no debería estar sometido a aprobaciones específicas de Parlamentos nacionales, o de decisiones bajo mayorías muy exigentes en su gestión, que puedan dar lugar a vetos frecuentes. Por supuesto, que su volumen total de emisiones necesitará de aprobaciones por las instituciones legítimas, pero no su gestión posterior de las mismas.

El instrumento tampoco debe estar sometido a incertidumbre institucional en cuanto a su funcionamiento, su potencial en el medio plazo, su permanencia, ni su eficiencia en la gestión de la estrategia de emisiones. Por diseño, el fondo de redención no tiene continuidad indefinida en el tiempo, y no construye un nuevo instrumento estable para la zona euro. Está diseñado para gestionar niveles altos de deuda heredados del pasado pero no para construir un instrumento a futuro. Los eurobills por construcción no proporcionan financiación a largo plazo y los bonos seguros requieren una estructuración que dificulte su simplicidad.

## USOS Y RECURSOS PARA EL BONO EUROPEO

En este trabajo se ha argumentado que los aspectos de recaudación y utilización de los recursos captados, siendo componentes esenciales de la política fiscal, no se deben considerar los prioritarios y esenciales para el buen funcionamiento de la unión económica. Sin embargo, estos aspectos predominan el debate público sobre este tema. La preocupación principal sobre la integración fiscal y el posible tesoro europeo son: cómo se va a recaudar el dinero para garantizar el pago de las emisiones de los títulos que se realicen; y cómo se va a gastar el dinero que se capte de las emisiones.

Las incertidumbres sobre las fuentes de recursos de las emisiones del tesoro se limitan en cuanto existe la garantía solidaria de los estados con el conjunto de sus ingresos. No obstante, sería útil la clarificación de las fuentes de los ingresos. Como indican Pisani-Ferry y Wolff (2012) en un análisis reciente de las implicaciones fiscales de la Unión Bancaria cualquier alternativa se debe encuadrar entre: un impuesto o tasa homogéneo a nivel de la zona euro y recaudado por una entidad supranacional; un impuesto coordinado entre los estados con recaudación nacional (como el IVA actual); o aportaciones de los presupuestos nacionales con mayor o menor definición de las partidas que se encontrarían vinculadas.

El mecanismo más eficaz y directo es que existiera una prelación dentro de las obligaciones de los presupuestos nacionales al pago de los intereses y de la deuda que correspondan derivadas de esa emisión conjunta. Esta prelación sería análoga a la prelación que existe actualmente en la Constitución española al pago de los intereses y principal de la deuda tras el cambio constitucional del otoño pasado. El establecimiento de dicha prelación por todos los estados miembros daría de facto un status de acreedor preferente frente a todos los estados miembros del euro al comprador de este nuevo bono. Además evitaría conseguir consenso en discusiones sobre aspectos de coordinación de normas fiscales dentro de la Unión Europea que siempre han demostrado ser muy difíciles, y la creación de asimetrías fiscales entre estados euro y no euro.

El destino de los fondos captados por el tesoro europeo es el otro aspecto que suscita discusión. De forma análoga a la discusión sobre las fuentes de ingresos, los fondos podrían ser utilizados de formas muy distintas. En un extremo, la financiación de presupuestos nacionales a partir de un reparto mediante alguna regla preestablecida (por ejemplo el porcentaje de capital en el BCE) de los recursos captados. El destino específico del dinero dentro del presupuesto nacional no tendría más limitaciones que las establecidas en la normativa europea para el pacto de estabilidad y crecimiento y derivadas del refuerzo de la gobernanza en la zona euro.



En el otro extremo, estaría el uso del dinero captado para la financiación de instrumentos de actuación para la gestión de la unión monetaria y financiera. En particular, la utilización de estos fondos para mejorar el funcionamiento de la unión monetaria y financiera. Entre los usos más directos ya en discusión estarían su uso para profundizar la Unión Bancaria, apoyando financieramente los mecanismos de resolución y los actuales fondos de garantía de depósitos, y para la obtención de la financiación para apoyos puntuales de carácter fiscal a estados individuales. Tanto el Mecanismo Permanente como la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera ya incluyen aspectos de este tipo en su funcionamiento actual. Pero los fondos captados podrían ser utilizados para financiar otros aspectos que faciliten el ajuste dentro de la unión monetaria y que eviten la acumulación de desequilibrios estructurales a largo plazo. Propuestas en esta área incluirían la provisión de mecanismos adicionales de apoyo a políticas contracíclicas (de desempleo, fiscales, y de apoyo a ajustes estructurales en las economías del euro) o de transferencias estables y permanentes entre el conjunto de los miembros (fondos estructurales de convergencia).

Existen otras propuestas intermedias para el uso de estos fondos. Por ejemplo, antes vimos que el fondo de redención de deuda propone usarlos para financiar los niveles de deuda pública actuales por encima de los límites establecidos en el pacto de estabilidad y crecimiento con el objetivo de su amortización a largo plazo. Otras propuestas también en proceso de discusión es su uso para la financiación de proyectos específicos paneuropeos que fomenten el crecimiento a largo plazo como parte ampliada de un presupuesto europeo (o de la zona euro). Propuestas de inversión en infraestructuras de transporte, proyectos de energías, I+D, proyectos sociales se han discutido abiertamente en la propuesta para el crecimiento del Consejo Europeo de Junio de 2012.

Sin lugar a dudas, la utilización de los recursos en línea con los objetivos que apoyan fiscalmente la construcción de la Unión monetaria proporcionaría una mayor estabilidad al proyecto europeo. En particular, la construcción de fon-

dos de contingencia comunes que apoyen a la Unión Bancaria, y que actúen como estabilizadores automáticos de carácter fiscal que compensen shocks específicos a partes del conjunto de la zona euro tienen lógica económica y facilitarían el funcionamiento de la unión. Estos fondos tendrían una característica sustancialmente distinta a los existentes en el conjunto de la Unión Europea. Su objetivo debería centrarse en compensar ajustes necesarios derivados de shocks específicos a una parte de la zona euro, no transferencias permanentes por pertenecer a dicha zona.

El uso de los recursos en línea con los presupuestos nacionales sin fomentar la existencia de políticas fiscales que complementen la unión monetaria no compondría ninguna ganancia adicional más allá de igualar el coste de financiación de los distintos estados. Ese coste de financiación vendría derivado de la asunción conjunta de garantías por todos los estados miembros. Por lo tanto, avanzar en esta línea sí requeriría garantías que el progreso normativo realizado en los últimos dos años en la capacidad de gobernanza fiscal a nivel supranacional y el reforzamiento de la supervisión fiscal es verdaderamente operativo. La experiencia desde la construcción del euro no ha sido buena en este respecto y debe servirnos para ser extremadamente cautelosos en esa dirección. Una unión monetaria en esos términos continuaría siendo institucionalmente inestable.

## REFLEXIONES FINALES

Este trabajo ha argumentado que la crisis ha mostrado deficiencias importantes en la construcción del euro. Para conseguir la restauración de una auténtica unión monetaria dentro de la zona euro es necesario la construcción de un instrumento de financiación dentro de la zona euro que sea la referencia para la transmisión de la política monetaria. Como tal, el BCE debe tener legitimización legal y política para su uso como instrumento de referencia libre de riesgo en el conjunto de la zona.

Dicho instrumento debería ser emitido de forma estable, predecible, y continuada en el



tiempo por un emisor, un tesoro europeo, con garantía solidaria de los estados miembros. El objetivo prioritario en la construcción de dicho tesoro es la estabilidad financiera en la zona euro. El debate sobre las fuentes específicas de ingreso para fundamentar las emisiones y los destinos del dinero captado, siendo obviamente importantes, deberían de jugar un papel secundario al de la estabilidad financiera.

La construcción del tesoro europeo indudablemente se enfrenta a restricciones de carácter legal, institucional, político. Existen ya propuestas suficientemente elaboradas que resultarían factibles en el marco legal e institucional existente y que proporcionarían estabilidad a la unión monetaria. Las barreras políticas actualmente son altas pero, afortunadamente, están centradas en aspectos que podríamos considerar no esenciales para dicha estabilidad. Por lo tanto, esperamos poder avanzar en el medio plazo en la construcción de aquellos aspectos que generen estabilidad para la zona euro.

## REFERENCIAS

- Brunnermeier, M., L. Garicano, P.R. Lane, M. Pagano, R. Reis, T. Santos, S. Van Nieuwerburgh, and D. Vayanos (2011), «European Safe Bonds (ESBies)», Euro-nomics Group, 26 September.
- Delpla, J. and J. von Weizsäcker (2010), «The blue bond proposal», Bruegel policy brief 2010/03.
- European Commission (2011), «Green paper on the feasibility of introducing stability bonds», MEMO/11/820.
- German Council of Economic Experts (2011), Annual Report 2011/12.
- Hellwig, C. and T. Philippon (2011), «Eurobills, not Eurobonds», VoxEU.org, 2 December.
- Pisani-Ferry, J. and G. Wolff (2012), «The fiscal implications of the monetary union», Bruegel Policy Brief, September.
- Van Rompuy, H. (2012) «Towards a Genuine Economic and Monetary Union: Interim Report», European Council, November.





# REGLAS FISCALES Y MECANISMOS DE ESTABILIDAD<sup>1</sup>

**Pedro Antonio Merino García<sup>2</sup>**  
**Economista Jefe de la Dirección de Estudios de Repsol**

## RESUMEN

En los últimos años, las reglas fiscales se han incrementado tanto en número como en complejidad de diseño. Unos países han optado por implantar nuevas reglas fiscales, mientras que otros han modificado las ya existentes con la finalidad de mejorar su efectividad y flexibilidad, ajustándolas al ciclo económico y a los shocks, y reforzando los mecanismos de supervisión (reglas fiscales de «nueva-generación»), con el objetivo último de incrementar su credibilidad respecto a la disciplina fiscal a largo plazo, sin estrangular el crecimiento a corto. En el caso de la zona euro la situación es más complicada en tanto en cuanto coexiste una política monetaria única con diferentes políticas fiscales nacionales, sujetas a reglas comunes. Mientras que la política monetaria se preocupa de mantener anclada la inflación, corresponde a las políticas fiscales nacionales asumir la función de redistribución y de estabilización a la hora de amortiguar shocks regionales, así como cumplir con los límites fiscales, cuya fiscalización, en última instancia, debería corresponder a los mercados financieros. La crisis de 2008 ha puesto de manifiesto rigideces en las reglas fiscales y en particular en la Zona euro, fallos de diseño y de implementación de las reglas fiscales en una Unión Monetaria sin auto-

ridad federal o central. Aparentemente se están dando los pasos para solucionar esos fallos, pero parece que no está decidida la creación de una autoridad central que se ocupe de hacer frente a los shocks asimétricos y de la función estabilizadora ante los mismos. Sin embargo, todas las medidas apuntan a que sin decirlo se está avanzando en esa dirección, ante el convencimiento de que si no se producirá la implosión del área monetaria y una crisis económica global.

**Palabras Clave:** regla fiscal, responsabilidad fiscal, sostenibilidad de las finanzas públicas, mecanismos de supervisión y control, mecanismos de estabilidad.

## 1. INTRODUCCIÓN

Las reglas fiscales persiguen dotar de credibilidad a la política fiscal, y así, permitir o facilitar que los Estados se endeuden porque sus prestamistas perciben que podrán devolver sus deudas. Solo desde la creación del euro se han establecido reglas fiscales para un fin distinto: garantizar el funcionamiento de una unión monetaria y evitar que las políticas fiscales nacionales impidan el funcionamiento de la política monetaria única o el mantenimiento del valor de la moneda.

Realmente el incremento de reglas fiscales en los últimos años nos lleva a olvidar una cuestión clave. Desde la revolución gloriosa en el Reino Unido (1688), se inicia el camino hacia la regla que más ha ayudado a la sostenibilidad fiscal: que los impuestos y la deuda fuesen aprobados por el parlamento y no por el monarca y que, por lo

<sup>1</sup> Agradezco la inestimable colaboración de Rebeca Albacete y Miguel Carpintero del Barrio en la documentación y discusión de este artículo.

<sup>2</sup> Antonio Merino, Economista Jefe de la Dirección de Estudios de Repsol, Méndez Álvaro 44, 28045 Madrid, España. E-mail: [amerinog@repsol.com](mailto:amerinog@repsol.com).



tanto, contasen con un gran apoyo público. Es decir, que el presupuesto de ingresos y gastos públicos lo apruebe un parlamento es la regla que permitió ganar «crédito ante los mercados» y financiar el crecimiento. Hoy el debate aparenta ser más económico ¿pueden las reglas fiscales mejorar la sostenibilidad fiscal, sin estrangular el crecimiento y hay algún diseño óptimo?, pero en el fondo es el mismo debate de hace siglos: la mera creación y mantenimiento de una regla fiscal implica un mayor consenso social para su aprobación y puede ser percibida como una decisión que cuenta con más apoyo público que dejar las cuestiones fiscales a las decisiones anuales presupuestarias del gobierno de turno.

En el caso europeo el debate es más complicado porque, en mi opinión, la moneda única requiere que exista un apoyo público por una autoridad fiscal central o federal y eso parece que todavía no existe. Es por eso que habrá que transitar por complicadas y arriesgadas carreteras intentando llegar a crear la Europa federal. Mientras tanto, las reglas fiscales nacionales son ayudas para que no se despeñe el euro y deberíamos ir modificándolas según cambia la dificultad de la carretera por la que transitamos.

Precisamente, a raíz de la última crisis económica se ha puesto de manifiesto la proliferación de las reglas fiscales, tanto en países emergentes como en avanzados, potenciando su papel como mecanismo estabilizador de la economía. Ante el auge experimentado en los últimos años por las reglas fiscales, este artículo lleva a cabo un análisis de las mismas, haciendo especial hincapié en las nuevas reglas fiscales implementadas en la zona euro, dada la relevancia de los profundos cambios institucionales que están teniendo lugar para reforzar la gobernanza económica del área.

En la sección 2 se describen los principales rasgos que caracterizan a las reglas fiscales poniendo de manifiesto las tendencias actuales sobre los distintos tipos de reglas que se aplican en función de países avanzados o emergentes. En la sección 3 se profundiza en las reglas fiscales de la zona euro, desde los criterios de convergencia del Tratado de Maastricht hasta las reglas fiscales

de nueva generación –«fiscal compact»– contempladas en el reciente Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria para paliar los fallos institucionales evidenciados por la reciente crisis respecto a la gobernanza económica de la eurozona y los mecanismos de supervisión, control y detección de desequilibrios tanto macroeconómicos, como financieros y presupuestarios. La sección 4 recoge una serie de críticas a las reglas fiscales y, finalmente, la sección 5 concluye y lanza propuestas sobre la ruta a seguir por las reglas fiscales y los mecanismos de estabilidad en la zona euro.

## 2. REGLAS FISCALES. DEFINICIÓN, OBJETIVOS Y CARACTERÍSTICAS

En los últimos años las reglas fiscales han experimentado un notable incremento tanto en número como en complejidad de diseño y mecanismos de implementación y supervisión.

En 1990 únicamente cinco países disponían de reglas fiscales. A Japón, cuya primera regla fiscal data de 1947, y Alemania (en 1969) se añadieron Estados Unidos, Luxemburgo e Indonesia. En el primer trimestre de 2012 el número de países con reglas fiscales nacionales y/o supranacionales se ha elevado a 76.

Como respuesta a la crisis económica unos países han optado por implantar nuevas reglas fiscales, mientras que otros han modificado las reglas existentes con la finalidad de mejorar su efectividad y flexibilidad, ajustándolas al ciclo económico y reforzando los mecanismos de supervisión (reglas fiscales de «nueva-generación»), con el objetivo último de incrementar su credibilidad respecto a la disciplina fiscal a largo plazo.

Una regla fiscal impone una restricción de largo plazo sobre los agregados presupuestarios a través del establecimiento de límites numéricos –Kopits y Symansky (1998)– con los objetivos de asegurar la responsabilidad fiscal, la sostenibilidad de la deuda pública, la estabilidad macroeconómica y limitar el tamaño del sector público.

Las reglas fiscales de «nueva-generación» son más complejas, en el sentido de que tratan de aunar los objetivos de sostenibilidad de las finanzas públicas y de estabilidad macroeconómica con una mayor flexibilidad ante shocks de diferente naturaleza, incorporando mecanismos de corrección automática de las desviaciones respecto a la regla.

Siguiendo a Kumar et al. (2009), las reglas fiscales pueden clasificarse atendiendo al agregado presupuestario al que restringen: deuda pública, déficit público, gastos e ingresos.

- a. *Reglas fiscales sobre la deuda pública.* Establecen un límite a la deuda pública como porcentaje del PIB, por consiguiente, están directamente ligadas al objetivo de sostenibilidad de la deuda y, consecuentemente, resulta sencillo su comunicación y supervisión. Sin embargo, en la medida en la que el impacto de las medidas presupuestarias sobre el nivel de deuda no es inmediato, este tipo de reglas no proporcionan una guía de actuación en el corto plazo para los responsables de la política económica. Por otra parte, el nivel de deuda puede verse afectado por factores que escapan del control de los gobernantes (como, por ejemplo, la evolución del tipo de interés o del tipo de cambio) lo que puede llevar a acometer ajustes fiscales significativos injustificados. Por otro lado, dado su carácter pro-cíclico, estas reglas no contribuyen a la estabilidad macroeconómica.
- b. *Reglas fiscales sobre el balance presupuestario.* En este caso, es posible distinguir dos tipos de reglas, bien diferenciadas entre sí, en función de si la regla se aplica al saldo total o al estructural.
  - b.1. *Reglas fiscales sobre el balance presupuestario total.* El saldo público es la principal variable que influye sobre la deuda pública, con lo que estas reglas cumplen el objetivo de sostenibilidad y al estar bajo el control de los gobernantes incorporan una guía de actua-

ción para la política económica. Además, su comunicación y supervisión resulta sencilla. No obstante, ante su carácter pro-cíclico no cumplen el objetivo de contribuir a la estabilidad macroeconómica.

- b.2. *Reglas fiscales sobre el balance presupuestario estructural.* Al igual que la regla anterior cumple con los objetivos de sostenibilidad y de proporcionar una guía operativa al responsable de política económica, pero, a diferencia de la anterior regla también cumple con el objetivo de estabilidad macroeconómica dado que tiene en cuenta el impacto de los shocks económicos. Ahora bien, como la obtención del balance estructural implica estimar un ajuste al ciclo, normalmente a través del output gap, se complica su comunicación y su supervisión. La corrección del ciclo resulta especialmente complicada para los países sometidos a cambios estructurales.
- c. *Reglas fiscales sobre el gasto público.* Este tipo de reglas pueden establecerse en términos absolutos, relativos o como porcentaje del PIB y por un período entre tres y cinco años. En tanto que los límites al gasto público restringen los recursos empleados por el gobierno, la comunicación y supervisión de este tipo de reglas es relativamente sencilla y proporcionan una guía de actuación al responsable de política económica en términos de consolidación fiscal. Adicionalmente, dado su carácter contracíclico, ante la posibilidad de excluir partidas de gasto especialmente sensibles al ciclo económico, también cumplen con el objetivo de estabilidad macroeconómica, ahora bien, al coste de distanciarse del objetivo de sostenibilidad de la deuda pública, dado que este tipo de reglas no están directamente vinculadas al nivel de deuda al no imponer restricciones por el lado de los ingresos. No obstante, es posi-



ble alcanzar el objetivo de sostenibilidad si se combinan con una regla sobre el déficit público.

- d. *Reglas fiscales sobre los ingresos públicos.* Este tipo de reglas, como en el caso anterior de la reglas sobre el gasto público, controlan explícitamente el tamaño del sector público y proporcionan una guía de actuación para la política económica en términos de recaudación y administración de los ingresos. Por otro lado, tampoco están vinculadas directamente al nivel de deuda, al no establecer restricciones por el lado del gasto, con lo que no cumplen el objetivo de sostenibilidad. Además, se caracterizan por su elevado componente pro-cíclico, oscilando ampliamente con el ciclo, con lo que tampoco verifican el objetivo de estabilidad. No obstante, la sostenibilidad y la estabilidad quedan garantizadas si se restringe ingresos «inesperados».

La tendencia actual es que los países optan por la combinación de dos o más de estos tipos de reglas fiscales para garantizar los objetivos de sostenibilidad de las finanzas públicas y estabilidad macroeconómica. Como, por ejemplo, combinar una regla sobre el ratio de deuda con una regla sobre el techo de gasto público o aplicar conjuntamente una regla sobre la deuda con una regla sobre el déficit estructural. No obstante, esta tendencia es más evidente, fundamentalmente, en los países avanzados, seguidos por los emergentes, sin embargo, en los países de menores ingresos son más frecuentes las reglas sobre el nivel de deuda, poniendo de manifiesto una mayor debilidad institucional.

Por otro lado, las reglas fiscales sobre el balance público ajustado al ciclo son más comunes en los países avanzados que en los emergentes. Mientras que en el primer grupo de países el ajuste al ciclo se realiza a través de estimaciones del output gap, los países emergentes optan por emplear valores umbrales de actividad, dada la dificultad de estimar el output gap bajo cambios estructurales.

Las reglas fiscales también se caracterizan atendiendo a los siguientes parámetros: base legal; cobertura; mecanismos de ejecución y supervisión; y flexibilidad.

- a. *Base legal.* El mayor grado de legalidad es la constitucional, seguida de la base estatutaria, los acuerdos de coalición y los compromisos políticos. En el caso de las reglas fiscales supranacionales se basan en tratados internacionales. Actualmente los países están dotando a sus reglas fiscales de un mayor grado de legalidad. Un claro ejemplo es la enmienda a la Constitución española de septiembre de 2011, y su correspondiente legislación orgánica (2012), que requiere que el déficit estructural para todos los niveles de Administraciones Públicas se encuentre dentro de los márgenes fijados por la Unión Europea (UE), y establece los límites de deuda pública para cada nivel. La regla entrará en vigor a partir de 2020.
- b. *Cobertura del nivel de Administración Pública al que afecte la norma.* Si únicamente actúa sobre el Gobierno Central o si tiene impacto en el conjunto de las Administraciones Públicas.
- c. *Cobertura del agregado presupuestario.* Si aplica al agregado total o se excluyen ciertas partidas. Por ejemplo, una partida de gasto que suele excluirse corresponde a los intereses de la deuda, al escapar del control del responsable de la política económica, pero por otro lado repercute en la asignación del gasto a otras partidas.
- d. *Mecanismos de ejecución.* Esta característica contempla la existencia o no de un procedimiento formal de ejecución de la regla fiscal, así como de un mecanismo de supervisión externo. La incorporación de mecanismos de corrección automática de las desviaciones de la regla aumenta la efectividad y la transparencia en la ejecución de la misma, pero al coste de un diseño más complejo, distinguiendo diferentes valores umbrales, en función de los cuales se

determinan distintas actuaciones de política económica para retornar al equilibrio presupuestario.

- e. *Mecanismos e instituciones de supervisión.* Al igual que la característica anterior se considera la existencia de cuerpos independientes de supervisión, los denominados Consejos Fiscales, tanto de los supuestos bajo los cuales se construyen las previsiones multianuales para los diferentes agregados presupuestarios, como de la aplicación de la regla fiscal. También se considera el uso de mecanismos para la realización de previsiones multianuales, así como la existencia de una ley de responsabilidad fiscal.
- f. *Flexibilidad.* En el sentido de si están claramente definidas cláusulas de escape. Y también se considera si los balances fiscales están ajustados por el ciclo económico.

Atendiendo a los diferentes tipos de reglas fiscales y a las distintas características Schaechter et al. (2012) han elaborado un índice de reglas fiscales que resume la información recopilada a través de las reglas fiscales, tanto nacionales como supranacionales, implementadas en 81 países considerando el período comprendido desde 1985 a marzo de 2012.

Del análisis del mencionado índice de reglas fiscales se derivan las siguientes conclusiones: (i) Las reglas fiscales han proliferado en respuesta a la crisis económica; (ii) el número y la complejidad en el diseño y en los mecanismos de ejecución y supervisión de las reglas fiscales en los países emergentes han seguido los pasos de las correspondientes reglas en los países avanzados; y, finalmente, las reglas fiscales de «nueva generación» resultan cada vez más complejas en su intento de garantizar los objetivos de sostenibilidad de las finanzas públicas y de estabilidad macroeconómica al dotarse de una mayor flexibilidad en respuesta a diferentes shocks y de mecanismos de corrección automática de las desviaciones respecto a la regla, dando lugar a nuevos mecanismos e instituciones de ejecución y supervisión.

### 3. REGLAS FISCALES EN LA ZONA EURO: POLÍTICAS FISCALES NACIONALES Y POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

Las reglas fiscales supranacionales surgen para compatibilizar las reglas fiscales de cada país miembro con las necesidades que requiere la unión monetaria.

Los países miembros de la antigua Comunidad Europea incorporaron en el Tratado de Maastricht de 1992 dos reglas fiscales, límite del ratio de deuda pública al 60% del PIB y un déficit público por debajo del 3% del PIB, entre los criterios de convergencia hacia la unión monetaria del euro. Adicionalmente, se prohibía a los Bancos Centrales financiar al sector público así como el rescate comunitario de estados endeudados. Con ello se confiaba en atajar cualquier posibilidad de riesgo moral y en que la disciplina de los mercados financieros mantuviese la sostenibilidad fiscal. En 1997 con el objetivo de reforzar la cohesión de la unión económica y monetaria, se firma el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) que extendió la vigencia de las reglas fiscales más allá de la introducción del euro con un procedimiento sancionador encomendado a la Comisión.

Desde la entrada en circulación del euro, las reglas primeramente fueron relajadas en 2005 en busca de una mayor flexibilidad dentro de un marco de medio plazo pero posteriormente se reforzaron a raíz de la crisis financiera global en 2008. Los denominados «six pack» y «Fiscal Compact», que revisaremos en mayor profundidad en la sección siguiente, son claros ejemplos de las reglas fiscales de «nueva generación», al incluir mecanismos de ajuste al ciclo así como mecanismos que refuerzan la supervisión y el control.

Una crítica importante deriva del hecho de que en la mayoría de países miembros de uniones monetarias las reglas fiscales supranacionales y nacionales coexisten pero no se complementan adecuadamente, constituyendo este punto un área relevante de mejora.



La Unión Económica y Monetaria (UEM) fue concebida con un marco institucional que establece una única política monetaria coexistiendo con las políticas fiscales y de ordenación bancaria de competencia exclusivamente nacional.

Atendiendo a la política monetaria, el Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea otorga al Eurosistema la principal tarea de mantener la estabilidad de los precios en la zona euro, la cual es ejecutada directamente por el Banco Central Europeo (BCE) en condición de institución independiente (Artículos 127(1) y 130 del Tratado de Lisboa, versión consolidada (TLVC)).

En cuanto a la política fiscal es responsabilidad de los gobiernos nacionales asegurar la solidez y la sostenibilidad de las finanzas públicas, así como cumplir los requerimientos establecidos en el mencionado Tratado.

La política monetaria y la política fiscal interactúan entre sí de diversos modos, reforzándose mutuamente. Por un lado, una política monetaria orientada a la estabilidad de precios contribuye a anclar las expectativas de inflación y, por tanto, a reducir la volatilidad y el nivel de los tipos de interés a largo plazo. Por otra parte, la política fiscal influye en la política monetaria tanto por el lado de la demanda, impactando directamente sobre la inflación, como por el lado de la oferta, vía impuestos; además, la emisión de la deuda pública también afecta a los tipos de interés a largo plazo.

Los fundadores de la UEM eran conscientes de que garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas bajo el marco de una moneda común iba a ser una tarea complicada dado que el acceso a los mercados de capitales sería más asequible, facilitando la financiación a aquellos países que necesitasen un mayor nivel de liquidez debido a sus desequilibrios presupuestarios. No obstante, se esperaba que los mercados financieros penalizaran los elevados niveles de déficit público con altos tipos de interés de los bonos soberanos. Por ello, el marco institucional de la zona euro fue diseñado para proteger el valor de la moneda única y asegurar así la solidez de las finanzas públicas.

Pero los mercados son imperfectos. Por tanto, para incentivar la solidez de las finanzas públicas, se establecieron de forma explícita las siguientes reglas en el Tratado: (i) el BCE y los Bancos Centrales Nacionales (BCNs) de los Estados Miembros quedan excluidos como instituciones prestamistas para financiar deuda pública (Artículo 123 del TLVC); (ii) se prohíbe el acceso privilegiado a instituciones financieras por parte del sector público (Artículo 124 del TLVC); (iii) la cláusula de no rescate prohíbe que las obligaciones fiscales de un Estado Miembro sean asumidas por la UE o por otro Estado Miembro (Artículo 125 del TLVC); (iv) se establecen sanciones por incumplimiento de los límites fiscales, Artículo 126(2) a (14) del Tratado y reforzado por el PEC.

En los años de bonanza económica, previos a la entrada en circulación del euro, la mayoría de los Estados Miembros perdieron la oportunidad de construir un «colchón» para las épocas de menor auge económico. De modo que, en el año 2001 con el comienzo de la desaceleración económica aumentó el número de países con déficit públicos excesivos. En 2003, seis de los doce países que conformaban la zona euro registraron un déficit superior al 3% del PIB y el nivel medio de endeudamiento para el conjunto de la UEM superó el valor de referencia. El desarrollo de estos acontecimientos llevó a reformar el PEC en 2005.

Si bien los años siguientes se caracterizaron por una significativa mejora en las posiciones fiscales de los países de la zona euro –con niveles del ratio déficit/PIB en mínimos desde la introducción del euro–, se debió a la favorable evolución económica más que a políticas de consolidación fiscal, dado que el déficit estructural para el conjunto de la zona euro continuó en el 2% del PIB.

El fracaso se atribuye a dos importantes debilidades institucionales. En primer lugar, el brazo preventivo del PEC no se reforzó debidamente, pues sólo unos pocos países alcanzaron los objetivos marcados a medio plazo. En segundo lugar, el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) no se aplicó de forma rigurosa para aquellos países que



superaron el 3% de déficit con respecto al PIB, pues las sanciones disciplinarias nunca fueron impuestas. Por último, los mercados financieros no poseían los incentivos necesarios para asegurar el cumplimiento de las políticas fiscales.

Por otro lado, atendiendo al sector privado, la integración financiera favorecida por el euro permitió un importante apalancamiento. Muchos países de la zona euro venían experimentando persistentes desequilibrios en sus cuentas, aumentando a su vez los costes laborales unitarios. Esto se tradujo en una pérdida de competitividad. Asimismo, dicho apalancamiento estuvo ligado, en algunos casos, a una burbuja inmobiliaria. Los acontecimientos acaecidos mostraron la falta de previsión para detectar los desequilibrios macroeconómicos.

En el verano de 2007 comenzó la crisis financiera global intensificándose en 2008. El Eurosistema respondió con una combinación de medidas estandarizadas y no estandarizadas. Las medidas estandarizadas condujeron a recortes significativos en los tipos de interés en 2008 y 2009, mientras que las medidas no convencionales mejoraron las condiciones de crédito del sistema bancario. El objetivo de las mismas era mitigar los efectos contraproducentes que la disfuncionalidad de los mercados monetarios estaba originando en la situación de liquidez y solvencia de los bancos de la zona euro. No obstante, la fuerte contracción en el PIB junto con el funcionamiento de los estabilizadores automáticos en una economía en contracción vía medidas de estímulo fiscal, supuso que estas medidas desembocaran en un rápido aumento del déficit público y de la deuda.

En otoño de 2008 la crisis tuvo su impacto más violento en los mercados financieros, con una huida de capitales hacia activos refugio como el oro o la deuda pública. Pronto, sin embargo, la mayoría de los países miembros experimentarían un incremento en el diferencial de los tipos de interés de su deuda pública, respecto al activo refugio de referencia, atribuido a la «trasferencia de riesgo» desde el sistema financiero a los gobiernos mediante la quiebra de Lehman Bro-

thers. Este hecho se materializó como el punto de partida de un círculo vicioso y contagioso entre el riesgo bancario y el riesgo soberano.

En mayo de 2010 las tensiones en los mercados de deuda pública llegaron a ser significativas, deteriorándose las condiciones de concesión de préstamos. En vista de los sucesos acontecidos, el BCE introdujo más medidas de tipo no estándar, incluyendo el Programa de Mercado de Valores, según el cual el Eurosistema interviene en los mercados de deuda pública y privada «disfuncionales» con el propósito de garantizar la liquidez y la profundidad necesaria en los mercados y así restaurar el adecuado funcionamiento de los mecanismos transmisores de política monetaria. Además, y a diferencia de las medidas de estímulo fiscal adoptadas para afrontar la anterior crisis de 2007-2008, que llevaron a los elevados niveles actuales de deuda, los países miembros están implementando paquetes de medidas de consolidación fiscal que, a largo plazo, tendrán un efecto positivo en el crecimiento y en el empleo, pero que en el corto plazo tienen un impacto negativo, por lo que las medidas de ajuste fiscal tienen que venir acompañadas por reformas estructurales que doten de una mayor flexibilidad a las economías.

En el verano de 2011 las tensiones en los mercados de deuda pública se intensificaron una vez más, por lo que en la segunda mitad de este periodo, el BCE volvió a introducir más medidas no convencionales para asegurarse que la política monetaria seguía siendo efectiva en la economía real. En diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE anunció medidas adicionales de inyección de liquidez al sistema bancario, concretamente dos operaciones de financiación a tres años y en julio de 2012 efectuó nuevas reducciones de tipos situándolos en el 0,75%.

Por consiguiente, la crisis financiera de los últimos años, en general, y la crisis de deuda soberana, en particular, han puesto de manifiesto hasta qué punto las políticas monetaria y fiscal lejos de reforzarse mutuamente pueden llegar a chocar y entrar en conflicto. De modo que finanzas insostenibles y elevados niveles de deuda difi-



cultan los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Además inestabilidad financiera, que afecta muy negativamente a la economía real, genera un perverso círculo vicioso entre el riesgo soberano, el bancario y el riesgo país, deteriorando muy seriamente la confianza de los inversores.

La reciente crisis financiera ha puesto de manifiesto acusadas debilidades tanto de las políticas fiscales nacionales como de los instrumentos de gobernanza económica de la UE. En primer lugar, tanto las reglas fiscales existentes, como los instrumentos orientados a la estabilidad financiera y las políticas económicas encaminadas a efectuar reformas estructurales han resultado insuficientes. En segundo lugar, para reforzar la política fiscal nacional y la credibilidad de las reglas fiscales resulta necesario introducir un esquema de prevención, identificación y corrección de desequilibrios macroeconómicos de los países miembros. Y en tercer lugar, hacen falta instrumentos para garantizar la estabilidad financiera en el conjunto de la zona euro y un mecanismo eficaz para actuar de cortafuegos y evitar su contagio a otros mercados.

Una vez identificados estos fallos institucionales, la UE y la UEM están llevando a cabo relevantes reformas de su gobierno económico que suponen transferencias de soberanía por parte de los estados miembros. Las reformas persiguen: (i) restaurar la disciplina fiscal, con mecanismos reforzados de supervisión, sanción y condicionalidad; (ii) mejorar la transmisión de la política monetaria, a través de una supervisión prudencial del sistema financiero y el avance hacia una unión bancaria; (iii) el desarrollo de mecanismos comunitarios eficaces de estabilidad ante shocks asimétricos; y (iv) impulsar reformas estructurales para mejorar el crecimiento de la actividad y del empleo, así como mejorar la competitividad de las economías europeas y la corrección de desequilibrios macroeconómicos.

En primer lugar, se promueven iniciativas para restaurar la disciplina fiscal. En este sentido, por un lado, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento se ha reformado mediante un conjunto de

medidas legislativas que entraron en vigor en diciembre de 2011, conocidas como «six pack», con el objetivo de reforzar tanto su brazo preventivo como el correctivo. Por otro lado, en noviembre de 2011, la CE propuso dos medidas adicionales para la zona euro, conocidas como «two pack», que imponen requerimientos cualificados de información y supervisión sobre estados bajo PDE y sobre estados que estén bajo presión de los mercados o recibiendo asistencia financiera de la UE. Finalmente, en marzo de 2012, se ha firmado un nuevo Tratado que incluye el pacto fiscal «fiscal compact», que impone la introducción en la normativa a nivel nacional, preferiblemente constitucional, del llamado freno fiscal, que obliga a mantener el déficit estructural por debajo del 0,5% del PIB

Como se ha comentado anteriormente, el PEC ha sido reformado a través del «six pack», tanto su brazo correctivo como el preventivo. En su vertiente correctiva la regla de que la deuda soberana no supere el 60% del PIB cobra vigencia plena. En los casos en que la deuda supere ese umbral, los Estados deberán reducir anualmente un 1/20 el nivel excedido, de lo contrario la Comisión les abrirá un PDE. Otro punto clave del nuevo marco fiscal es el cambio en el sistema de votación. Las decisiones del Consejo relacionadas con la implantación de medidas disciplinarias para el control presupuestario se aprobarán bajo el método de votación de mayoría cualificada inversa, lo que supone que las sanciones serán aprobadas salvo que exista una mayoría cualificada en contra del criterio de la Comisión.

En el PEC reforzado: (i) se establecen objetivos a medio plazo para el saldo público estructural; (ii) se mantiene la corrección del 0,5% del PIB en un año ó 0,25% en dos años si el déficit estructural se desvía significativamente del objetivo de medio plazo. Además, para los países que superen el 60% del ratio Deuda/PIB se propone una corrección de su déficit superior al 0,5%; (iii) y se incorpora como nuevo requerimiento que el crecimiento del gasto esté en línea con el PIB potencial.

Adicionalmente, el «six pack» formaliza el denominado «Semestre Europeo», según el cual



se diseña un calendario para la revisión por parte de la Comisión y entre pares en el seno del Consejo de sus políticas fiscales, macroeconómicas y estructurales.

En cuanto a las dos regulaciones correspondientes al «two pack», complementa el brazo preventivo del PEC asegurando la correcta integración de las recomendaciones de política económica de la CE en la preparación de los presupuestos nacionales.

La culminación del nuevo marco fiscal es el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, firmado en marzo de 2012 por todos los Estados Miembros de la UE, a excepción de Reino Unido y la República Checa. La parte fiscal del tratado («Fiscal Compact») es esencial para asegurar la disciplina fiscal, ya que encomienda a todos los países implementar las reglas de equilibrio presupuestario así como los mecanismos de corrección automáticos bajo la formulación de leyes en el ámbito nacional, preferiblemente constitucional. El Fiscal Compact incorpora los criterios revisados del PEC («six pack») así como las dos nuevas regulaciones de supervisión presupuestaria y financiera («two pack»).

En segundo lugar, la situación actual ha originado la puesta en escena de medidas de supervisión prudencial de la estabilidad financiera y en última instancia una unión bancaria.

En el Consejo de junio de 2012, los Estados miembros de la UEM decidieron abrazar la idea de crear una unión bancaria con una estructura de cuatro pilares: (i) supervisión común para 200 bancos que constituyen el 95% de los activos del sistema; (ii) una garantía de depósitos común, para evitar la fuga de depósitos; (iii) resolución, si la supervisión es común, también debe ser común y contar con un elevado grado de centralización; (iv) el establecimiento de una barrera fiscal.

En tercer lugar, la supervisión y regulación financiera está siendo complementada con fondos y mecanismos de estabilización financiera para evitar el contagio a través de los mercados, ya que el marco pre-crisis no incluía instrumen-

tos para tal finalidad. En este contexto, se establecen el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y su sucesor, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) que juntos suman una capacidad de intervención cercana al billón de dólares.

Para evitar la fragmentación del sistema financiero europeo se plantea la necesidad del sistema común frente al nacional, al igual que para generar un marco adecuado de incentivos para que no exista colisión de intereses o incentivos perversos que puedan conllevar entre otros riesgo moral. Este proceso culminaría con la creación de una unión fiscal, con la consiguiente pérdida de la soberanía nacional.

Por último, la Unión Europea está impulsando con diversas reformas la competitividad y un crecimiento más sostenible. Para mejorar aún más la coordinación económica, también en los ámbitos de competencia nacional, todos los países de la zona euro, así como seis países no pertenecientes a la UEM, firmaron el Pacto por el Euro Plus en marzo de 2011, con el objetivo de aumentar la competitividad y el grado de convergencia de las economías nacionales.

Asimismo, es importante destacar que, a diferencia del marco pre-crisis, el nuevo marco «six pack» contempla un nuevo procedimiento para monitorizar y prevenir los desequilibrios macroeconómicos, además de los mecanismos de supervisión presupuestaria. Al igual que el PEC, consta de un brazo preventivo y otro correctivo, siendo cometido de la CE la detección de los desequilibrios y la elaboración de recomendaciones de política económica.

Las reformas estructurales en materia laboral y en los mercados de productos pueden tener un impacto positivo en el crecimiento y en la creación de empleo relativamente rápido. Además de ayudar a mitigar los efectos negativos de la consolidación fiscal a corto plazo.

Si todo este nuevo marco regulatorio es implementado de manera consistente, los inversores empezarán a recuperar la confianza y los tipos de interés de la deuda soberana se ajustarán en concordancia.



#### 4. CRÍTICAS A LAS REGLAS FISCALES

Con las reglas fiscales de nueva generación se pretende: (i) reforzar el paralelismo entre deuda pública y sostenibilidad fiscal, a través incluso de la incorporación expresa de la regla fiscal en la legislación nacional; (ii) reafirmar el mecanismo de corrección automático, incorporando ajustes al ciclo y dejando menos margen a consideraciones políticas; (iii) reforzar el cumplimiento de las normas introduciendo temprana y gradualmente sanciones financieras; (iv) definir más claramente la senda de ajuste para reducir el déficit público.

Ahora bien, como ponen de manifiesto Barnes et al. (2012), estas reglas pueden resultar demasiado estrictas y complejas, en cuanto a su diseño, de modo que su implementación puede conllevar controvertidas implicaciones.

Así, la regla consistente en el equilibrio presupuestario estructural implicará niveles de deuda extremadamente bajos en el largo plazo.

Por otro lado, en el caso de la UEM la reducción del déficit en un 0,5% del PIB cuando el ratio excede el 60% puede ser insuficiente, ya que algunos países han reducido el mismo a mayor velocidad desde el comienzo de la crisis.

Además, los ajustes cíclicos son complicados de poner en práctica, afectando al cálculo del output gap y lo que implica éste para el cálculo de las finanzas públicas. La estimación del output gap no resulta sencilla, dado que se basa en aproximaciones del PIB potencial a través de conceptos teóricos.

Por otro lado, mantener los objetivos a medio plazo podría suponer más ajustes que los considerados previamente, sobre todo en los países con niveles de deuda elevados. Por tanto, la revisión de los objetivos a medio plazo sería necesaria para asegurar políticas realistas y sensibles a los acontecimientos.

La complejidad de la nueva normativa, tanto en forma como fondo, va a dificultar el ejercicio de transparencia y desarrollo de las reglas fiscales. Si dichas normas no se encuadran dentro de sólidos fundamentos, podría mermar su credibilidad.

Las reglas fiscales sobre el déficit si bien contribuyen a la consolidación fiscal, limitan el margen de maniobra de los mecanismos estabilizadores de la política económica, por lo que se requiere de reformas estructurales para dotar de flexibilidad a la economía y paliar los efectos adversos a corto plazo que la consolidación fiscal tiene sobre el crecimiento de la actividad y del empleo, a través, fundamentalmente de la reforma del mercado laboral, confiriéndole una mayor movilidad –Bayoumi y Prasad (1996)– como mediante las reformas del mercado de productos y de servicios.

Por otro lado, la imposición de límites fiscales sobre el déficit puede llevar aparejado una elevada carga impositiva y una estructura del gasto público ineficiente para asegurar el cumplimiento de la regla fiscal. Por consiguiente, a la hora de imponer reglas fiscales sobre el déficit y la deuda pública sería deseable acompañar los límites fiscales con guías de actuación sobre el gasto público, de modo que la consolidación fiscal se efectuase de la forma más eficiente posible, tanto por el lado de los ingresos impositivos como afectando de la menor forma posible el gasto más productivo, Masson (1996) y Erceg y Lindé (2012).

Las reglas fiscales pueden ayudar a anclar las expectativas a medio plazo, si bien han mostrado sus límites haciendo frente a los shocks extremos.

Las restricciones numéricas del gasto son más restrictivas que otras, especialmente combinadas con límites en el déficit o deuda pública. Sin embargo, las que contemplan un margen de tiempo flexible para el ajuste proporcionan la capacidad de proveer apoyo contra-cíclico.

#### 5. CONCLUSIONES Y PROPUESTAS

En el caso de la zona euro, la implementación de una política monetaria única y diferentes políticas fiscales conlleva implícito un elevado grado de coordinación de las políticas económicas nacionales así como el establecimiento de instituciones y mecanismos supranacionales que aseguren que la coordinación sea efectiva y eficaz,



–Foremny y von Hagen (2012)– como los consejos fiscales, los cuales pueden jugar un papel importante a la hora de reforzar la credibilidad de las finanzas públicas y de las reglas fiscales.

El problema general de las reglas fiscales está asociado a un problema de credibilidad institucional en cuanto a su cumplimiento. En este sentido, tan importante resulta las reglas como el tejido social que las sustenta.

La Unión Europea tiene un objetivo declarado conocido, una unión cada vez más estrecha, pero su diseño ha resultado manifiestamente incompleto. Mientras que la política monetaria se preocupa exclusivamente de mantener anclada la inflación y del valor de la moneda única, correspondía a las políticas fiscales nacionales asumir la función estabilizadora, a la hora de amortiguar shocks regionales, y redistributiva vía impuestos y transferencias, –Bayoumi y Masson (1995)–, así como el cumplimiento de los límites fiscales, dejando a los mercados financieros la función última de disciplinar la política fiscal.

Sin embargo, ni los mercados disciplinaron a los tesoros nacionales; ni las prohibiciones explícitas, llegada la hora de la verdad, evitaron los rescates para los Estados en apuros, y ante un shock asimétrico las autoridades nacionales no tuvieron suficiente crédito para estabilizar la situación y ser percibidos como sostenibles. Todo esto terminó por cuestionar la irrevocabilidad de la unión monetaria. Esta situación se ha visto complicada por una crisis bancaria y financiera que ha puesto de manifiesto que las interrelaciones entre sistemas bancarios nacionales hacen inviable un mercado bancario europeo sin una supervisión común.

Los pasos dados hasta ahora en la UE para mejorar el diseño de la UEM son pasos en la dirección correcta pero muy orientados hacia la colaboración entre Estados miembros como evidencia que en el preámbulo del Tratado Fiscal Compact se hable de una «coordinación cada vez más estrecha» en lugar de una «unión cada vez más estrecha» que es la fórmula utilizada en el Tratado original de la CEE. Estos cambios de términos y de redacción, son indicativos de las resis-

tencias a una visión más «comunitaria». Es una aproximación a los problemas excesivamente «confederal» y esto no será suficiente en el largo plazo. En mi opinión, se necesita una aproximación federal, que cree un brazo ejecutivo central con la capacidad de imponer impuestos y asumir una función de estabilizador ante shocks. En aquellas regiones que necesiten más tiempo para recuperar el crecimiento económico y el empleo, después de un shock imprevisible, la actuación de la autoridad central impedirá que la situación fiscal del estado nacional se convierta en insostenible.

Es cierto que la precondition para que una autoridad central pueda distribuir recursos de unos países a otros es que se limite la posibilidad de que los Estados nacionales garanticen niveles de protección social más altos en unos que en otros, o que en algunos países los mercados laborales sean más rígidos que en otros. En este sentido, como señalan Goodhart y Smith (1993), ante las rigideces de los mercados laborales nacionales la provisión de un mecanismo estabilizador federal constituye una eficiente herramienta contra-cíclica. Sin esta igualación de políticas sociales («leveling the playing field») será imposible conseguir el respaldo de países que actualmente perciben diferencias injustas.

Bajo estas premisas, debería ser posible que la autoridad central asumiera parcial o totalmente la deuda de los Estados nacionales, de manera similar a lo que ocurrió en EE.UU. en julio de 1790, cuando bajo el primer secretario del tesoro, Alexander Hamilton, se asumió la deuda de los estados de la unión.

La declaración del Presidente del Consejo Europeo, Van Rompuy, del 26 de junio de 2012 incorpora alguna de estas ideas. Sin embargo es de temer que se imponga una perspectiva confederal y que los Estados traten de minimizar la presencia de una autoridad central única con capacidad de decisión fiscal propia. Reconociendo que Van Rompuy ha ido más allá de lo que muchos esperaban, ya que su propuesta contempla la emisión de deuda conjunta y la creación de un tesoro común, todavía falta una decidida



apuesta por una visión claramente federal. La UE está dirigida excesivamente por su todopoderoso Senado, llamado Consejo, y por dos senadores en particular: Alemania y Francia.

Es posible que no sea el momento de plantearlo pero no parece que se pueda dar una salida a la actual crisis sin un mayor impulso federalista.

## BIBLIOGRAFÍA

- Barnes S., D. Davidsson and Ł. Rawdanowicz (2012), Europe's New Fiscal Rules, OECD Economics Department Working Papers, N.º 972, OECD Publishing, <http://dx.doi.org/10.1787/5k9777md976b-en>.
- Bayoumi T. and P. R. Masson (1995), «Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons for Monetary Union in Europe». *European Economic Review*, 39, 253-274.
- Bayoumi T. and E. Prasad (1996), Currency Unions, Economic Fluctuations, and Adjustment: Some New Empirical Evidence, IMF staff paper, (Washington, DC: International Monetary Fund).
- Erceg C. and J. Lindé (2012), Fiscal Consolidation in a Currency Union: Spending Cuts vs. Tax Hikes, CEPR Discussion Paper 9155.
- Foremny D. and J. von Hagen (2012), Fiscal Federalism in Times of Crisis, CEPR Discussion Paper 9154.
- Goodhart C. A. E. and S. Smith (1993), Stabilization, *European Economy: The Economics of Community Public Finance*, Reports and Studies, 5, 417-455.
- Kopits, G. and S. Symansky (1998), Fiscal Rules, IMF Occasional Paper 162.
- Kumar M., E. Baldacci, A. Schaechter, A., C. Caceres, D. Kim, X. Debrun, J. Escolano, J. Jonas, P. Karam, I. Yakadina, and R. Zymek (2009), Fiscal Rules-Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances, IMF staff paper, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/121609.pdf> (Washington, DC: International Monetary Fund).
- Masson P. R. (1996), Fiscal Dimensions of EMU, *Economic Journal*, 106.
- Monetary and Fiscal Policy Interactions in a Monetary Union (2012), *ECB Monthly Bulletin*, July 2012, 51-64.
- Pisani-Ferry J. and G. B. Wolff (2012), Fiscal implications of a banking union, Bruegel.
- Schaechter A., T. Kinda, N. Budina and A. Weber (2012), Fiscal Rules in Response to the Crisis-Toward the «Next-Generation» Rules. A New Dataset, IMF staff paper, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12187.pdf> (Washington, DC: International Monetary Fund).
- Six-pack? Two-pack? Fiscal compact? A short guide to the new EU fiscal governance, European Commission, Economic and Financial Affairs, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/governance/2012-03-14\\_six\\_pack\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/2012-03-14_six_pack_en.htm)
- Van Rompuy Statement EUCO120/12 Towards a Genuine Economic Monetary Union. Brussels, 26 de junio de 2012.



# SUPERVISIÓN BANCARIA EUROPEA... y sin embargo, se mueve

**Francisco Uría**  
**Abogado del Estado-excedente**  
**Socio responsable del sector financiero en KPMG**

## INTRODUCCIÓN

La crisis financiera internacional, comenzada en el verano del año 2007, evidenció las limitaciones derivadas de un modelo de supervisión bancaria fundamental o exclusivamente nacional que, entre otros efectos, no hizo posible detectar el volumen real de los riesgos asumidos por las entidades de crédito en distintas jurisdicciones, ni dispuso de los elementos necesarios para reaccionar de forma eficaz frente a las dificultades de las entidades especialmente cuando existían elementos transfronterizos.

El carácter nacional de la supervisión bancaria guardaba una conexión evidente con el hecho de que no se dispusiera de mecanismos eficaces de resolución y reestructuración bancaria, así como de protección de los depósitos, de carácter supranacional (ni tan siquiera europeo) de modo que, en última instancia, la tarea de aportar los recursos necesarios para los procesos de reestructuración y resolución bancaria así como, en última instancia, la garantía de los derechos de los depositantes, descansaba en los Tesoros nacionales.

La evolución de la regulación financiera internacional ha reflejado la preocupación por superar este estado de cosas introduciendo mecanismos que posibilitasen prestar una mayor atención a riesgos macroeconómicos –de carácter, muchas veces, global– y, sobre todo, establecer instrumentos de cooperación eficaz entre los supervisores bancarios.

En este sentido, y como veremos en este trabajo, han surgido nuevas instituciones encargadas de la supervisión (macroprudencial) y se han organizado los colegios de supervisores como forma de dar respuesta a las necesidades propias de la supervisión de grandes entidades, a menudo complejas, que desarrollaban su actividad con o sin personificaciones jurídicas diversas, en distintas jurisdicciones y mercados.

Sin embargo, estos avances no han sido suficientes puesto que, en el fondo, el coste final de los procesos de resolución de las crisis bancarias ha seguido asumiéndose a nivel nacional y, por otro lado, no se ha logrado todavía una auténtica armonización en la regulación financiera internacional (se mantienen excesivas discrecionalidades nacionales en la regulación y, sobre todo, en las prácticas supervisoras internacionales, el ya famoso «rulebook»).

En definitiva, la mera coordinación entre los supervisores nacionales no ha sido suficiente para garantizar la resolución eficiente de los problemas que potencialmente pudieran afectar a las entidades de crédito, especialmente en los casos en que tenían una actividad transfronteriza relevante.

Por ello, en los últimos meses han sido muchas las voces que han apelado por la aparición de un nuevo modelo de supervisión que, al menos en Europa, y apoyado por un proceso de convergencia en la regulación y las prácticas de la supervisión prudencial, se plasme en la figura de



un «supervisión bancario único en Europa», como pieza integrante de algo más complejo –y ambicioso– como es la «unión bancaria europea».

Debe decirse que, al margen de los posicionamientos políticos de los diferentes Estados, que traducen, en definitiva, las diferencias actualmente existentes entre los Estados que gozan de una mayor fortaleza económica (capitaneados por Alemania, y entre los que se encuentran Austria, Holanda y Finlandia, integrados del llamado «club de la triple A») y los que se encuentran en una posición más difícil (entre ellos, España), la Comisión Europea mostró un gran coraje político y una elevada capacidad técnica al poner sobre la mesa iniciativas concretas en junio de este año (2012).

La supervisión bancaria única en Europa, anclada sobre la imprescindible armonización total de la regulación y de las prácticas supervisoras, sería un paso decisivo para la construcción de un auténtico sector financiero europeo, en el que quedarán atrás las dificultades que se han evidenciado hasta el momento para que las entidades pudieran crecer en los grandes países europeos, con la excepción del Reino Unido y España.

La necesidad de situar a los mayores bancos europeos en disposición de competir con los bancos norteamericanos y asiáticos, terminará convirtiéndose en la mejor aliada de esta iniciativa. Sin un mercado de referencia mucho más amplio que sus respectivos mercados nacionales «de origen», los bancos europeos no podrán competir de forma eficaz con los grandes bancos internacionales norteamericanos, chinos y japoneses.

Por ello, aunque existan dificultades políticas para el avance rápido de la iniciativa a favor de la supervisión bancaria única en Europa, mi pronóstico es que como está previsto, se producirá de forma efectiva en los plazos pactados (marzo 2014) y significará un gran avance para la construcción de un auténtico mercado único de servicios financieros.

Es importante aclarar que la supervisión bancaria única no implica necesariamente que todas y cada una de las entidades sean supervisadas por un mismo supervisor, en este caso el Banco

Central Europeo. En mi opinión, es razonable que todas las entidades que tienen la consideración de entidades sistémicas tanto globales, regionales (en Europa) o nacionales estén directamente supervisadas por el propio BCE, mientras que las entidades restantes podrían estarlo por sus respectivos supervisores locales<sup>1</sup>.

De hecho, este es el estado actual de la propuesta tras los acuerdos alcanzados en diciembre del año 2012.

El modelo consiste en la integración del BCE y los supervisores locales como un sistema europeo de supervisión bancaria, que seguirá normas y criterios supervisores comunes y dispondrá de órganos que garanticen la imprescindible homogeneidad. Un sistema de estas características permitirá rentabilizar las capacidades supervisores actualmente existentes a nivel nacional y el conocimiento de las entidades y los mercados locales que tienen los supervisores nacionales, asegurando una homogeneidad absoluta para las entidades llamadas a competir entre sí en un mercado europeo.

## 1. PRIMEROS PASOS

A la espera de los avances en la supervisión única europea, la crisis financiera internacional provocó dos cambios de gran importancia en la supervisión bancaria.

En primer lugar, la preocupación por los aspectos macroprudenciales de la supervisión bancaria y, en segundo término, la necesidad de avanzar en la coordinación de los supervisores de las entidades que desarrollaban una actuación transfronteriza, tras la experiencia negativa acontecida en grandes bancos europeos como Fortis o Dexia, entre otros.

---

<sup>1</sup> El debate del Parlamento Europeo sobre las propuestas de la Comisión sobre la Unión Bancaria ha puesto de manifiesto la existencia de alternativas interesantes para la organización de la supervisión europea que, manteniendo un esquema de coordinación, limitan la supervisión directa del BCE a un número limitado de entidades lo que, además de facilitar una implementación más rápida de la iniciativa, podría facilitar su aceptación desde un punto de vista político.



La primera cuestión había sido ya identificada como uno de los aspectos clave a mejorar en la futura arquitectura de la supervisión bancaria internacional por parte del Foro de Estabilidad Financiera (pronto reconvertido en el actual Consejo –o Junta– de Estabilidad Financiera, auténtico «brazo armado» del G-20).

De hecho, el informe del FMI, BPI y el Consejo de Estabilidad Financiera de 28 de septiembre de 2009, presentado a los Ministros de Finanzas y Gobernadores de los Bancos Centrales del G-20, bajo el título de «Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations» ya puso de manifiesto la interrelación existente entre riesgo sistémico y entorno macroeconómico.

En respuesta a estas preocupaciones, la Comisión Europea constituyó en octubre de 2008 un grupo de expertos formado por gobernadores y banqueros, y presidido por Jacques de Larosière<sup>2</sup>, con el mandato de efectuar recomendaciones en materia de regulación y supervisión bancaria.

El grupo Larosière publicó una serie de recomendaciones el 25 de febrero del año 2009 entre las que figuraba la de realizar cambios profundos en el modelo de supervisión bancaria europea, incluyendo una mayor atención a la supervisión macroprudencial.

Estas ideas tuvieron continuidad en la Comunicación de la Comisión Europea sobre «pasos a seguir» en materia de supervisión bancaria, respaldada políticamente primero por el ECOFIN el 9 de junio de 2009 y después por el Consejo Europeo de los días 18 y 19 de junio de 2009. En este Consejo se llegó a recomendar la creación de un Sistema Europeo de Supervisores Financieros, compuesto por las tres nuevas Autoridades Europeas de Supervisión.

Este respaldo político permitió a la Comisión Europea concretar sus propuestas en cinco iniciativas legislativas presentadas el 23 de septiembre de 2009. Se trataba de cuatro propuestas de reglamento y una decisión que, conjuntamente,

aspiraban a crear una nueva arquitectura de supervisión europea.

La iniciativa contemplaba la creación de un órgano encargado de la supervisión macroprudencial en Europa: la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) y su complemento a través de un sistema Europeo de Supervisores Europeos (ESFS), centrado en la supervisión microprudencial.

Mientras el avance en la supervisión microprudencial se ralentizó por las discrepancias políticas entre los Estados miembros, la supervisión macroprudencial pudo avanzar con rapidez de modo que el ECOFIN alcanzó un primer acuerdo sobre sus líneas fundamentales en su reunión del 20 de octubre de 2009.

Finalmente, esta iniciativa terminó dando lugar a la aprobación del 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 la Junta Europea de Riesgo Sistémico.

La Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS o ESRB en sus siglas en inglés) aparecía configurada como un organismo independiente, carente de personalidad jurídica propia, e integrado en el Sistema Europeo de Supervisión Financiera, que asumiría funciones esenciales en materia de supervisión macroprudencial sobre el conjunto del sistema financiero en la Unión Europea.

El nuevo sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF) estaría compuesto por la propia JERS, la Autoridad Bancaria Europea –creada a partir del antiguo «CEBS»–, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (antiguo CEIOPS), la Autoridad bancaria de Valores y Mercados (antiguo CERS), el comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión y las Autoridades competentes o las autoridades de supervisión de los Estados miembros.

La JERS, de acuerdo con el artículo 3 del Reglamento 1092/2010, «asumirá la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión a fin de contribuir a la prevención o mitigación del riesgo sistémico para la estabilidad financiera en la Unión que surge de la evolución del sistema financiero, y teniendo en cuenta la evolución macroeconómica, de modo que se evi-

<sup>2</sup> Grupo de Alto Nivel que debe su nombre a la presidencia de Jacques De Larosière.



ten episodios de perturbaciones financieras generalizadas».

En realidad, la JERS nacía sin poderes propios, de modo que debía desarrollar una tarea fundamentalmente orientada hacia el análisis y la recopilación de la información necesaria para identificar riesgos sistémicos y alertar mediante avisos dirigidos a los supervisores financieros, realizando, en su caso, recomendaciones que podían hacerse públicas.

Otra pieza fundamental en el nuevo entramado de la supervisión bancaria europea sería la ya mencionada «Autoridad Bancaria Europea», creada y regulada por el Reglamento 1093/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010.

La Autoridad Bancaria Europea (mucho más conocida por sus siglas en inglés como «EBA») tenía como objetivo fundamental salvaguardar la estabilidad y la eficacia del sistema bancario, prestando atención a todo riesgo sistémico potencial planteado por las entidades financieras, cuya quiebra o mal funcionamiento pudiera afectar al conjunto del sistema financiero o a la economía real.

Las atribuciones de la EBA tenían sobre todo que ver con la armonización de la regulación y, sobre todo, las prácticas supervisoras, para lo que contaría con un instrumento fundamental: la emisión de directrices y recomendaciones que podían tener, en casos determinados de discrepancias entre o con alguna de las autoridades nacionales competentes, un efecto imperativo.

Aunque su labor se hizo bien conocida a partir de la realización periódica de ejercicios de evaluación de las necesidades de capital de las entidades de crédito europeas a través de la metodología de stress test, lo cierto es que las posibilidades reales de que EBA pudiera convertirse en el embrión de un supervisor único europeo eran ciertamente limitadas.

Tanto por los medios de todo tipo que le fueron confiados, como por la propia naturaleza de sus funciones, la EBA no dejó nunca de ser un instrumento de coordinación entre los supervisores bancarios nacionales y no pretendió conver-

tirse en el embrión de una autoridad supervisora única en Europa.

Por último, no puede dejar de mencionarse que el Banco Central Europeo, de acuerdo con el Reglamento 1096/2010, del Consejo, de 17 de noviembre, por el que se le encomiendan una serie de tareas específicas relacionadas con el funcionamiento de la Junta Europea del Riesgo Sistémico, tenía una cierta participación institucional en este nuevo modelo institucional de supervisión bancaria europeo, aunque ciertamente no se tratase de un rol central.

El cuadro institucional de la supervisión bancaria se completaba con la Directiva 2010/78/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010 (conocida, por su alcance, como «Directiva ómnibus»), por la que se modificaron las Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE, en relación con las facultades de la Autoridad 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) y la Decisión 2004/10/CE, de la Comisión, de 5 de noviembre de 2003, por la que se había creado el Comité Bancario Europeo.

Al margen de esta «superestructura europea», era igualmente evidente la necesidad de avanzar en la cooperación y la coordinación entre los supervisores nacionales, especialmente en el caso de los grandes bancos europeos con proyección supranacional. Como fruto de esta preocupación, se había publicado en enero de 2009 un informe conjunto del Comité Conjunto sobre Conglomerados Financieros (del que entonces formaban parte CEBS y CEIOPS) bajo el expresivo título de «Principios comunes para los Colegios de Supervisores del sector bancario y de seguros».

La Directiva 2009/111/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2007/64/CE, en lo que



respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis, avanzó en la regulación de los colegios de supervisores.

Concretamente, en el considerando 6 de su preámbulo, la Directiva señalaba expresamente lo siguiente: «Con objeto de afianzar el marco comunitario para la gestión de crisis, es esencial que las autoridades competentes coordinen sus actuaciones con otras autoridades competentes y, en su caso, con los bancos centrales de manera eficiente, también con el fin de reducir el riesgo sistémico. A fin de lograr una supervisión prudencial más eficiente de los grupos bancarios en base consolidada, resulta oportuno coordinar de forma más eficaz las actividades de supervisión. Procede, por tanto, establecer colegios de supervisores. El establecimiento de colegios de supervisores no debe afectar a los derechos y responsabilidades de las autoridades competentes... sino que ha de servir de instrumento para una cooperación más intensa que permita a las autoridades competentes llegar a un acuerdo sobre las tareas de supervisión fundamentales. Los colegios de supervisores deben permitir realizar la supervisión corriente y hacer frente a las situaciones de urgencia con mayor facilidad. El supervisor en base consolidada debe, en concertación con los demás miembros del colegio, decidir organizar reuniones o actividades que no sean de interés general, y debe, por tanto, racionalizar la participación en las mismas de forma adecuada».

El nuevo artículo 131 bis de la Directiva 2006/49/CE pasaría a afirmar que «Los colegios de supervisores constituirán el marco en el que el supervisor en base consolidada y las demás autoridades competentes implicadas desarrollen las siguientes tareas:

- a) Intercambiar información;
- b) Acordar la atribución voluntaria de tareas y delegación voluntaria de responsabilidades si procede;
- c) Establecer programas de examen prudencial basados en una evaluación de riesgos del grupo, con arreglo al artículo 124;

- d) Aumentar la eficiencia de la supervisión, eliminando toda duplicación de requisitos prudenciales innecesarios, concretamente en relación con las solicitudes de información...;
- e) Aplicar de manera coherente los requisitos prudenciales previstos en la presente Directiva en todas las entidades de un grupo bancario, sin perjuicio de las opciones y facultades que ofrece la legislación comunitaria;
- f) Aplicar el artículo 129, apartado 1, letra c), atendiendo a la labor realizada en otros foros que puedan constituirse en este ámbito.

Las autoridades competentes que formen parte de los colegios de supervisores colaborarán estrechamente entre sí. Las exigencias en materia de confidencialidad previstas en la sección 2 del capítulo 1 no impedirán el intercambio de información confidencial entre autoridades competentes en el seno de los colegios de supervisores...»

La base jurídica para el funcionamiento de los colegios de supervisores serían acuerdos escritos determinados por el supervisor en base consolidada (el supervisor principal) previa consulta a las autoridades competentes afectadas.

La coordinación de los colegios de supervisores con la superestructura supervisora europea a que se ha hecho referencia anterior quedaba garantizada con la imposición al supervisor en base consolidada del deber de informar al Comité de Supervisores Bancarios Europeos de las actividades de los colegios de supervisores, especialmente acerca de las desarrolladas en situaciones de urgencia, y el de comunicar al Comité toda información que resulte de particular interés a efectos de la convergencia de la actividad supervisora.

Estas novedades fueron acogidas en el derecho español a través de la Ley 6/2010, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la Ley 24/1988, de 28 de



julio, del Mercado de Valores y el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas, de modo que el nuevo artículo décimo quáter de la Ley 13/1985, impulso al Banco de España, como supervisor en base consolidada, la obligación de establecer colegios de supervisores con el objetivo de facilitar ejercicio de las tareas establecidas en el artículo 10 bis.2 de la propia ley.

Aunque todas estas iniciativas y modificaciones legislativas han permitido lograr un gran avance en la coordinación entre supervisores en los últimos años, lo cierto es que las nuevas instituciones y mecanismos establecidos, continuaban descansando, en última instancia, en el mantenimiento de las competencias de los reguladores nacionales.

Por otra parte, y en el ámbito estrictamente regulatorio, la lenta tramitación del paquete conocido como CRD IV, que habría de efectuar la incorporación al derecho europeo de los acuerdos de Basilea III, no ha contribuido a favorecer la armonización de la regulación bancaria europea, especialmente en un aspecto tan sensible con la relativa a los requerimientos de capital.

Paralelamente, hay que dejar constancia de los avances que han ido produciéndose de la mano de la actividad de la EBA en materia de de prácticas supervisoras que, aunque todavía materializados en aspectos muy puntuales, abren fundadas expectativas de convergencia en dichas prácticas.

En efecto, una de las misiones fundamentales de la EBA, tal y como había sido concebida por el Grupo de Larosière, era precisamente la de avanzar en el establecimiento de una práctica supervisora única en Europa (el llamado «Single Rulebook»).

Esta tarea se ha ido desarrollando en los últimos meses a la vez que avanzaban los trabajos para la aprobación final de la CRD IV, de forma que durante el año 2012 han sido sometidos a consulta pública diversos documentos de gran importancia, al mismo tiempo que la finalización de esa tarea armonizadora se configura como un objetivo central en su programa de trabajo para

el año 2013<sup>3</sup>, en el que se recoge expresamente lo siguiente: «The fundamental objective for the EBA in the regulatory policy area will be top lay a central role in the development of the single rule book, with the aim to contribute to achievement of a level playing field for financial institutions as well as to raise the quality of financial regulation and the overall functioning of the Single Market».<sup>4</sup>

En ese mismo área de la armonización de las prácticas supervisoras, y con un alcance más amplio que el europeo, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha realizado una labor constante de aproximación de las prácticas supervisoras internacionales a través de los denominados «Principios básicos para una supervisión bancaria eficaz». Estos principios vienen siendo aprobados por el Comité desde el año 1997 y fueron revisados en octubre de 2006 y también en este ámbito se están produciendo avances relevantes.

La crisis financiera internacional hizo conveniente acometer una nueva revisión de estos principios y en octubre de 2010 se adoptó la decisión de iniciar los trabajos para acometer una nueva revisión, plasmada en un documento sometido a consulta en diciembre de 2011<sup>5</sup>.

El punto de partida de este documento es la necesidad de «tener en cuenta las evoluciones más significativas en los mercados financieros mundiales y, en el ámbito regulador desde octubre de 2006, incluidas las lecciones de la crisis relativas a la promoción de sistemas de supervisión robustos».<sup>6</sup>

Entre las líneas centrales de esta revisión de los principios básicos de supervisión auspiciada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea se encuentran algunas cuestiones que, a nuestro jui-

<sup>3</sup> EBA 2013 Work Programme 2013 (publicado en la página web de EBA el 28 de septiembre de 2012 con la denominación «EBA BS 2012 163 final».

<sup>4</sup> EBA 2013 Work Programme 2013 (ver nota anterior), pág 2.

<sup>5</sup> El documento sometido a consulta mantiene el título de «Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz» y estuvo abierto a consulta hasta el pasado 20 de marzo de 2012.

<sup>6</sup> Vv. nota anterior, página 1.



cio, tienen una gran importancia para la evolución futura del modelo de supervisión europeo.

Concretamente, el documento evidencia la necesidad de «intensificar y aumentar los recursos destinados a los bancos de importancia sistémica, la importancia de añadir una perspectiva macrosistémica a la supervisión microprudencial de los bancos para ayudar a identificar, analizar y prevenir el riesgo sistémico; así como una mayor atención a la gestión efectiva de las crisis, la recuperación y las medidas de resolución para reducir tanto la probabilidad como el impacto de una quiebra bancaria».<sup>7</sup>

También merece una mención especial la preocupación del nuevo documento sobre Principios Básicos de la Supervisión Bancaria por las cuestiones relacionadas con el buen gobierno corporativo, como base de una gestión de riesgos eficaz y de la confianza pública en los bancos individualmente considerados, así como en el conjunto del sistema bancario.

Volviendo al plano europeo, no cabe duda de que la combinación de la aprobación final del paquete regulatorio conocido como «CRD IV» y la terminación de sus trabajos por parte de la EBA implicará un avance relevante para la armonización de la regulación y la supervisión bancaria europea en aspectos tan críticos como los requerimientos de capital o liquidez.

Sin embargo, el desarrollo de los acontecimientos en el año 2012 y, muy particularmente, la situación persistente en los mercados internacionales de capital, de efectos particularmente negativos para algunos Estados europeos<sup>8</sup>, hizo evidente la necesidad de dar pasos adicionales desde el punto de vista político, como los que se analizarán en el apartado siguiente de este trabajo.

Y es que, como ha señalado la reciente «Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo y el Consejo en relación con la hoja de ruta hacia la Unión bancaria»<sup>9</sup>, «la coordinación entre los supervisores es vital pero la crisis ha

mostrado que la mera coordinación no es suficiente, en particular en el contexto de una moneda única y hay una necesidad de un proceso común de decisión».<sup>10</sup>

## 2. OTRAS PROPUESTAS RELEVANTES

En el apartado anterior de este trabajo hemos dejado constancia de los avances que se han producido en la convergencia de la regulación y las prácticas de supervisión bancaria europea, lo que, unido a los progresos igualmente registrados para ampliar el alcance de la supervisión a ámbitos hasta ahora poco explorados, como el de la supervisión macroprudencial, constituye uno de los elementos esenciales para el fortalecimiento del sistema financiero europeo.

Sin embargo, esos avances debían ser completados por otros complementarios en el ámbito de los procedimientos de prevención, gestión y resolución de las crisis bancarias y la armonización y coordinación de los sistemas de garantía de depósitos. Sin mecanismos europeos suficientemente coordinados en este ámbito, los avances que se iban produciendo en la vertiente estrictamente supervisora hubieran sido claramente insuficientes.

La Comisión Europea, en su camino para lograr el fortalecimiento institucional y regulatorio del sector financiero europeo, presentó el pasado 6 de junio de 2012 una propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se establecía un marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito y empresas de inversión y por la que se modifican las Directivas 77/91/CEE y 82/891/CE del Consejo, las Directivas 2001/36/CE y 2011/35/CE y el Reglamento (UE) n° 1093/2010.

Esta propuesta tiene su origen último en la Comunicación de la Comisión Europea de octubre de 2010<sup>11</sup>, en la que ya se planteaban diversas iniciativas para afrontar las crisis bancarias de forma preventiva.

<sup>7</sup> Vv nota 7, página 2.

<sup>8</sup> Entre ellos, España e Italia.

<sup>9</sup> Bruselas, 12.09.2012. COM (2012) 510 final.

<sup>10</sup> Vv. Nota anterior, página 3.

<sup>11</sup> COM (2010) 579 final.



Tras una larga tramitación, que ha contemplado debates en el Parlamento Europeo y la sumisión de diversos documentos a consulta pública, la propuesta presentada por la Comisión puede ser calificada como realmente ambiciosa y a la altura de los más elevados estándares internacionales en la materia y trata de contribuir al reforzamiento de la estabilidad financiera europea y la protección de los clientes bancarios.

La propuesta de Directiva, que ha tenido ya un claro reflejo en el Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de Reestructuración y Resolución de entidades de crédito, aprobado en el marco de las obligaciones que para España derivan del Memorandum of Understanding suscrito con la Unión Europea en junio de 2012, establece un conjunto de mecanismos («toolbox») a disposición de los supervisores y de las autoridades europeas de resolución bancaria, con el fin de constituir un marco efectivo para el rescate y la resolución de entidades, incluyendo medidas puramente preventivas, y sentando las bases para un auténtico modelo europeo de supervisión.

Al igual que nuestro Real Decreto-ley 24/2012, convertido posteriormente en la ley 9/2012, de 14 de noviembre, de Reestructuración y Resolución de entidades de crédito, la propuesta de Directiva diferencia entre unas medidas preparatorias y planes para minimizar problemas futuros (medidas de preparación y prevención), en caso de aparición de problemas, el reconocimiento de unas competencias que permitan detener el deterioro de la situación del banco en una fase lo suficientemente temprana como para evitar su insolvencia (medidas de intervención temprana) y, si la insolvencia llegase a producirse, concurriendo motivos de interés público que aconsejen la tramitación de un proceso concursal «ordinario», el establecimiento de un procedimiento administrativo de «resolución» que pueda constituir un medio eficaz para la reestructuración o liquidación ordenada de la entidad.

En definitiva, se trata de un conjunto de mecanismos, de aplicación sucesiva, que atribuyen poderes muy relevantes a los supervisores y autoridades nacionales de resolución, de forma

que constituyen un procedimiento alternativo a los procedimientos de insolvencia ordinarios (en nuestro caso, el concurso de acreedores) evitando así los problemas que para los intereses generales podría constituir la tramitación de un procedimiento de este tipo en relación con una entidad de crédito.

Uno de los mayores méritos de la propuesta se encuentra en el equilibrio alcanzado entre el otorgamiento de competencias eficaces a los supervisores, de modo que no puedan verse «bloqueados» a la hora de realizar las actuaciones necesarias por los acuerdos adoptados por los órganos de gobierno o los accionistas de las entidades en dificultades, y los derechos de los accionistas y otros «stakeholders», de modo que la necesaria eficacia de los procedimientos contemplados no genere situaciones de inseguridad jurídica para los inversores (estos podrán anticipar el régimen jurídico específicamente aplicable a los instrumentos financieros que suscriban) ni pérdida definitiva de sus derechos por parte de los accionistas (aunque éstos terminen traduciéndose en el ejercicio de acciones en sede judicial).

En este sentido, resulta admirable el fino trabajo (auténtica orfebrería jurídica) que se ha realizado para cohesionar los nuevos mecanismos con las directivas de la Unión Europea sobre derecho de sociedades.

En suma, se trata de evitar que los instrumentos establecidos en la normativa societaria europea para la protección de los derechos de los accionistas y acreedores pueda terminar convirtiéndose en un obstáculo de difícil superación para las autoridades de resolución a la hora de reaccionar –incluso preventivamente– frente a una situación «delicada» en una entidad de crédito, como ha sucedido en algún caso notable (Fortis).

La propuesta establece, en definitiva, un mecanismo de reestructuración y resolución bancaria no judicial, sino administrativo, que atribuye a las autoridades competencias de gran alcance, como la posibilidad de acordar la venta de actividades, la constitución de una entidad puente, la segregación de activos o la recapitalización (artículos 31 a 64 de la propuesta de Directiva).



A priori, un problema de no fácil resolución se refería a los supuestos en que las entidades en dificultades pudieran afectar a Estados miembros y no miembros de la Unión Monetaria Europea. La Directiva propuesta trata de avanzar un esquema de coordinación con las autoridades de Estados pertenecientes a terceros países. A este fin, se encomienda a la Autoridad Bancaria Europea la función de impulsar y mantener negociaciones encaminadas a alcanzar acuerdos bilaterales con las autoridades de terceros países, de modo que, en la práctica, puedan extender el ámbito de aplicación de la nueva normativa.

Es interesante también el establecimiento de mecanismos novedosos de cooperación, como la posibilidad de que las autoridades de resolución de un Estado miembro puedan prestar a las autoridades de otro Estado los recursos necesarios para afrontar un proceso de resolución con implicaciones transfronterizas. Con la misma finalidad, también se establecen mecanismos orientados a la mutualización de los mecanismos nacionales.

Otro aspecto del mayor interés en la propuesta se refiere a la cooperación entre las autoridades de resolución, lógico complemento a la coordinación entre los supervisores, a través de la figura de los «colegios de resolución», en los que se integrarían las autoridades de resolución concernidas ante la crisis de un grupo bancario. En definitiva, los colegios europeos de resolución deberían asumir las mismas funciones que, a nivel doméstico, correspondería a una autoridad nacional de resolución bancaria.

A fin de dotar de efectividad a estos colegios de resolución, la propuesta de Directiva contiene un mecanismo de financiación denominado, reproduciendo literalmente el artículo 90 de la propuesta, «European System of Financial Arrangements» que consistiría en acuerdos entre los Estados miembros para dotar de la financiación necesaria para asegurar la aplicación efectiva por las autoridades de resolución de los instrumentos y mecanismos que se hayan decidido para lograr los objetivos inherentes a la resolución bancaria.

El nivel de aportaciones de los Estados se fija, en el artículo 93 de la Propuesta de Directiva, en un uno por ciento del volumen total de los depósitos de todas las entidades de crédito autorizadas en cada uno de los Estados miembros, cifra de cobertura que debería alcanzarse en un plazo de diez años. A tal fin, se prevé la existencia de contribuciones «ex ante» por parte de las entidades de crédito con lo que el sistema resultante se asemeja al funcionamiento y financiación del fondo español de garantía de depósitos de las entidades de crédito, más que alguno de los demás modelos existentes en Europa.

Este mecanismo «normal» de aportaciones (ex ante) podría verse complementado por aportaciones extraordinarias de carácter «ex post» e, incluso, podría recurrirse a medios alternativos de financiación.

Por último, la propuesta también reconoce y explicita las relaciones existentes entre resolución bancaria y sistemas de garantía de depósitos, abundando en su posible utilización preventiva (como sucede históricamente en el caso español).

En principio, el plazo de transposición de la Directiva se fija en la propuesta, dependiendo, lógicamente, de su plazo final de aprobación, hasta el 31 de diciembre de 2014 con lo que el período de implantación podría acomodarse, como veremos, a los plazos de implementación de la Unión Bancaria Europea, una iniciativa más ligada a la supervisión aunque indisolublemente ligada a la anterior.

Muy conectado con lo anterior, el último ámbito en el que la Comisión ha esbozado propuestas que, en última instancia, deberían contribuir al establecimiento de una auténtica Unión Bancaria Europea se refiere a la armonización de los sistemas de garantía de depósitos.

La garantía de los depósitos ha sido otro de los aspectos de la regulación financiera europea que se ha visto seriamente cuestionado como consecuencia de la crisis financiera que estamos atravesando.

Si bien la Directiva 94/19/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos,



significó un claro avance en su momento, el estallido de la crisis y, concretamente, la adopción de medidas unilaterales por parte de algunos Estados (Irlanda) hizo necesaria una respuesta urgente formalizada a través de la Directiva 2009/14/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2009, por la que se modificó la Directiva 94/19/CE.

La nueva Directiva elevó el umbral de protección a los depósitos hasta los 100.000 euros actuales y también trató de mejorar la eficacia del sistema de garantía a través de mejoras en el procedimiento de pagos y sus plazos, todo ello con la intención de reforzar la confianza de los clientes bancarios en un momento de particular incertidumbre.

Sin embargo, la reforma introducida no implicó avances sustantivos en dos ámbitos en que la mejora era imprescindible: la armonización de los sistemas de garantía de depósito «nacionales», que mantienen una elevada heterogeneidad que distingue, singularmente, a los sistemas «pre-financiados» o que ofrecen una protección «ex ante», como sucede en España, y aquellos que ofrecen una garantía a través de fondos financiados «ex post» como sucede en un buen número de Estados europeos y, como segundo ámbito de reflexión, la conveniencia de crear un auténtico sistema europeo de garantía de los depósitos que pudiera convertirse en uno de los elementos conformadores de una futura Unión Bancaria.<sup>12</sup>

Como hemos indicado anteriormente, la Comisión Europea presentó antes del verano de este año (6 de junio de 2012) una propuesta de Directiva por la que se establece un marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito y empresas de inversión y por la que se modifican las Directivas 77/91/CEE y 82/891/CE del Conse-

jo, las Directivas 2001/36/CE y 2011/35/CE y el Reglamento (UE) n1 1093/2010, y que introduce medidas encaminadas a la constitución de un mecanismo europeo de financiación de la resolución bancaria y, en última instancia, también de garantía de depósitos, sobre la base de los sistemas de garantía de depósitos actualmente existentes, respecto de las que el artículo 98 de la propuesta establece algunas disposiciones armonizadoras.

Esta propuesta se ha visto posteriormente reforzada desde el punto de vista político como consecuencia de los acuerdos adoptados en el Consejo Europeo celebrado los días 18 y 19 de octubre de 2012, a que se hará referencia en el apartado siguiente y que, en suma, incluyen la constitución de un mecanismo europeo de garantía de depósitos como uno de los aspectos en que la Comisión deberá avanzar en la tramitación de propuestas concretas a lo largo del año 2013 para que pueda hacerse efectiva la supervisión bancaria europea en enero del año 2014.

### **3. HACIA UN SUPERVISOR BANCARIO ÚNICO: LA PROPUESTA DE UNIÓN BANCARIA EUROPEA**

Ante la insuficiencia de las medidas adoptadas para mejorar la coordinación entre supervisores como medio de restablecer la confianza de los mercados de capital en la situación del sistema bancario europeo, y aun contando con la mejora que supondrá la aprobación de las distintas iniciativas normativas actualmente en tramitación que se han analizado en las páginas anteriores en materia de prevención, gestión y resolución de crisis bancarias y para la mejora de los mecanismos de garantía de depósitos, una nueva idea se ha ido abriendo paso en los últimos meses: la de avanzar en el proceso de construcción europea a través de la constitución de lo que ha dado en llamarse una «Unión Bancaria Europea».

La Comisión ha actuado también en este ámbito de manera decidida, haciendo públicas propuestas normativas concretas para la creación de la Unión Bancaria Europea, abriendo, a con-

<sup>12</sup> Sobre el problema de la falta de armonización de los sistemas de garantía de depósitos en Europa resulta particularmente interesante el artículo publicado por J.M. Méndez Álvarez-Cedrón y F. Hernáiz Gómez Cristóbal con el expresivo título de «La insuficiente armonización de los Fondos de Garantía de Depósitos en la Unión Europea», publicado en el Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros (2008), en la colección «Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n° 27».



tinuación un debate público de gran trascendencia.

Esta iniciativa de la Comisión Europea tiene su origen último en el acuerdo político alcanzado en la Cumbre del Eurogrupo celebrada el 29 de junio de 2012, en la que los Jefes de Estado o de Gobierno reunidos exhortaron a la Comisión a presentar propuestas para el establecimiento de un mecanismo único de supervisión bancaria a corto plazo.

La propuesta de reforma elaborada por la Comisión conlleva la modificación de dos Reglamentos europeos para adaptar el régimen jurídico de la Autoridad Bancaria Europea (EBA) a la nueva arquitectura institucional de la supervisión bancaria europea, aunque manteniendo el grueso de sus competencias actuales, (básicamente orientadas a la armonización de la regulación y de las prácticas supervisoras), así como la aprobación de un nuevo Reglamento del Consejo que atribuye al Banco Central Europeo (BCE) competencias específicas en materia de supervisión prudencial.

El BCE, de acuerdo con la propuesta presentada, pasaría a convertirse en un auténtico supervisor bancario europeo, pieza central de un mecanismo único de supervisión bancaria, asumiendo las competencias «clave» en materia de supervisión prudencial de las entidades de crédito de los Estados integrados en la Unión Monetaria.

Las propuestas de modificación normativa vienen acompañadas de un documento de gran interés, la ya mencionada «hoja de ruta hacia la Unión Bancaria Europea», en el que se explica el modo en que el BCE asumirá relevantes competencias en materia de supervisión bancaria, convirtiéndose en el «responsable de la supervisión bancaria europea».

El BCE desarrollará estas nuevas competencias en estrecha cooperación con los supervisores europeos nacionales (que mantienen algunas de sus competencias actuales) y con la EBA, utilizando criterios homogéneos en la interpretación y aplicación de la regulación financiera (single rulebook), por lo que la conexión entre estas pro-

puestas y algunas de las iniciativas actualmente en curso resulta evidente.

El mecanismo diseñado parte de la constatación de dos hechos: el primero, el de que en la mayoría de los Estados que conforman la Unión Monetaria, se había optado por un modelo supervisor apoyado en sus respectivos bancos centrales (siendo Alemania la excepción más importante a ese modelo) y la realidad de que sólo el BCE, como centro del Eurosistema, y la coordinación entre los bancos centrales europeos que del mismo se deriva, constituían un esquema institucional capacitado para soportar una rápida transición hacia una autoridad europea única de supervisión bancaria.

La propuesta de la Comisión, al proyectar sus competencias supervisoras sobre todas las entidades bancarias europeas, y no solamente sobre las sistémicas, como habían reclamado algunas voces, pretende garantizar una absoluta homogeneidad en las prácticas supervisoras lo que constituye uno de sus aspectos más positivos.

El calendario inicialmente previsto por la Comisión pasaba por la aprobación de las propuestas normativas «antes del final del año 2012», aunque un calendario más realista conduciría, incluso en una hipótesis muy optimista, a comienzos del año 2013. De hecho, y como ya veremos, los acuerdos políticos que se han alcanzado recientemente, confirman estos calendarios ambiciosos en cuanto a la elaboración y tramitación de las normas europeas imprescindibles para la realización de la reforma.

Sin embargo, la implementación efectiva de este nuevo modelo de supervisión, y las reformas y trabajos necesarios para que el BCE pueda asumir sus nuevas funciones, invitaban ya a pensar, desde la propia presentación pública de las propuestas legislativas de la Comisión Europea, que la puesta en marcha del nuevo mecanismo no tendría lugar hasta bien entrado el año 2013 o, incluso, en el año 2014.

La reflexión sobre el calendario de implementación del nuevo «mecanismo» de supervisión bancaria única en Europa, se encuentra estrechamente relacionada con uno de los temas



que han sido objeto de debate desde que las nuevas propuestas fueron conocidas: la delimitación del alcance de dicho mecanismo y, más concretamente, si deben o no encuadrarse en el mismo todas las entidades de crédito europeas.

Como se ha anticipado, la propuesta de la Comisión fue realmente ambiciosa, planteando la conveniencia de que, efectivamente, todas las entidades recaigan bajo la supervisión del nuevo mecanismo.

Frente a esta aproximación, una alternativa posible consistía en incluir exclusivamente en el ámbito competencial del nuevo mecanismo a las entidades de vocación transfronteriza (o paneuropea), de modo que frente a un total de unas seis mil entidades de crédito, estarían únicamente comprendidas unas 600.

A nuestro juicio, y sin anticipar el resultado del debate político a que se hará posterior referencia, se trató, desde el comienzo, de un debate hasta un cierto punto superficial.

En la práctica, el elevado número de bancos comprendidos en el enfoque adoptado por las propuestas de la Comisión hubiera hecho imprescindible no sólo la cooperación de los supervisores nacionales sino el mantenimiento por su parte de competencias relevantes en el ámbito de la supervisión bancaria, aunque lógicamente supeditadas a la superior coordinación del Banco Central Europeo.

De este modo, aunque todas las entidades bancarias europeas estuvieran comprendidas en un mecanismo único europeo de supervisión bancaria, la realidad es que la supervisión efectiva –y diaria– del BCE recaería solamente en las entidades más relevantes mientras que las puramente locales quedarían bajo una supervisión básicamente local, aunque igualmente integrada en ese mecanismo.

Como decimos, no fue éste el modelo inicialmente planteado por la Comisión, que atribuyó al BCE todas las decisiones relevantes respecto del conjunto de las entidades de crédito en la eurozona: autorizar las entidades de crédito, velar por el cumplimiento de los requisitos de capital, apalancamiento y liquidez, llevar a cabo

la supervisión de los conglomerados financieros, etc...

Sin embargo, no parecía sencillo conjugar un enfoque tan ambicioso con la conveniencia, expresada por algunos responsables políticos europeos, de avanzar en el proceso de construcción del mecanismo europeo único de supervisión bancaria a lo largo del año 2013. Por ello, y aún desde una perspectiva eminentemente práctica, la viabilidad a corto plazo del nuevo esquema, pasaría, previsiblemente, y al menos en un primer momento «fundacional» porque el BCE se apoyase en los medios, el conocimiento y la experiencia de los supervisores nacionales.

Al final, se alcanzó un acuerdo político en diciembre de 2012 en virtud del cual sólo quedarán bajo la supervisión directa del BCE unos 150 bancos, con activos superiores a 30.000 millones de euros, manteniéndose el resto bajo supervisión nacional.

Un segundo aspecto problemático se refiere, dando por sentada la cooperación entre los supervisores del área euro y el BCE, a la cooperación entre el nuevo mecanismo de supervisión y los supervisores de Estados no pertenecientes a la Unión Monetaria y, muy particularmente, del Reino Unido.

Este aspecto, que genera problemas institucionales de no fácil resolución y que, por ejemplo, se evidencian en las propuestas de la Comisión, en la necesidad de introducir cambios relevantes en la composición de los órganos de gobierno de la EBA, debería resolverse de forma adecuada pues, en otro caso, no permitirá avanzar en la construcción de un auténtico mercado interior de servicios bancarios, o, al menos, amenazará con excluir a alguno de los mercados más relevantes (Reino Unido).

Así lo entendió desde el comienzo la Comisión Europea que, en la propuesta publicada, contemplaba la estrecha cooperación entre el nuevo supervisor europeo y los supervisores de los Estados europeos que no forman parte de la Unión Monetaria (sobre todo el supervisor británico) y otros aspectos técnicos relevantes como el deber de confidencialidad y acceso a la informa-



ción por parte del BCE, su futura integración en los colegios de supervisores y su control.

Otro aspecto interesante de las propuestas de la Comisión se refiere a la garantía de independencia del BCE en sus tareas de supervisión, que se mantendrán separadas, para evitar conflictos, de sus atribuciones en el ámbito monetario. La independencia se predica tanto frente al poder político como también frente a las entidades de crédito y tiene como resultado un esquema de financiación en el que jugará un papel esencial una futura contribución (tasa) de las entidades de crédito.

La existencia de una tasa que retribuya las tareas de supervisión bancaria es una novedad de la propuesta que representa un aspecto negativo para los bancos españoles, que no están gravados por una contribución similar. Si bien una tasa de ese tipo no es desconocida en el mundo financiero español (existe una tasa de estas características en la Ley del Mercado de Valores), lo cierto es que hasta ahora el Banco de España no había necesitado de una fuente similar de financiación.

No obstante lo anterior, creo que la propuesta formulada por la Comisión debe ser valorada de forma positiva y que su existencia ha representado un punto de partida muy valioso para el debate político –que no será sencillo– sobre la futura Unión Bancaria.

Si estamos asumiendo, como veremos, un calendario normativo que pasa por la aprobación de las nuevas normas europeas en el año de 2013 y la implementación efectiva del mecanismo un año más tarde (2014) no cabe duda de que ello será posible por la existencia de propuestas muy avanzadas como las presentadas por la Comisión.

De hecho, unos días antes de que se celebre la trascendental (a estos efectos) reunión del Consejo Europeo que dio el «pistoletazo político de salida» a esta relevante iniciativa, el Presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi ya sostuvo públicamente que, aunque el nuevo

marco regulador del mecanismo único de supervisión bancaria podría estar aprobado y entrar en vigor al comienzo del año 2013, no podría activarse de manera efectiva hasta el año 2014<sup>13</sup>, ello, curiosamente a la vez que en un discurso previamente videograbado resaltaba la importancia de este paso.<sup>14</sup>

Y es que, con independencia de los debates políticos, y de las posiciones adoptadas por las distintas instancias, lo cierto que es una propuesta como ésta implicaba la existencia de un gran número de cuestiones técnicas a resolver por lo que su implementación efectiva será en cualquier caso compleja.

Por ello, los resultados alcanzados en la reunión del Consejo Europeo celebrada los días 18 y 19 de octubre de 2012<sup>15</sup>, a que se ha hecho mención anterior, no hubieran debido sorprendernos, al disociar claramente entre un calendario exigente para la aprobación de las modificaciones normativas imprescindibles y otro –algo más dilatado, aunque, como se verá, igualmente exigente– para su implementación efectiva.

Entre los acuerdos adoptados, y en relación con la materia que nos ocupa, figuraban expresamente los siguientes:<sup>16</sup>

- Es preciso que avancemos hacia un mercado financiero integrado, abierto en la medida de lo posible a todos los Estados miembros que deseen participar en él. En este contexto, el Consejo Europeo invita a los legisladores a que prosigan, con carácter prioritario, el examen de las propuestas legislativas relativas al Mecanismo Único de Supervisión (MUS), con el fin de acordar el marco legislativo para el 1 de enero de 2013. El trabajo sobre la aplicación operativa tendrá lugar durante 2013.

<sup>13</sup> Declaraciones realizadas en una rueda de prensa al término de las reuniones del FMI en Tokio, el 13 de octubre de 2012.

<sup>14</sup> Discurso videograbado de Mario Draghi, Presidente del BCE en la Universidad de Venecia, 13 de octubre de 2012 (Ceremonia de concesión del segundo premio Luca Pacioli).

<sup>15</sup> Las conclusiones del Consejo Europeo fueron publicadas por la Secretaría General del Consejo el 19 de octubre de 2012 con la referencia de EUCO 156/12.

<sup>16</sup> Vv. Nota anterior, conclusiones 6-12.



A Este respecto, es fundamental que se respete plenamente la integridad del Mercado Único.

- Es necesario garantizar que las funciones del BCE en materia de política monetaria estén claramente separadas de sus funciones de supervisión, y velar por que los Estados miembros que participan en el MUS reciban un trato y una representación equitativos, con independencia de que pertenezcan o no a la zona del euro. La rendición de cuentas se producirá en el nivel en que se tomen y apliquen las decisiones. El MUS debe basarse en las normas más exigentes de supervisión bancaria y el BCE debe poder realizar, de manera diferenciada, una supervisión directa. Estará también en condiciones de hacer uso de los poderes efectivos que le confiere la legislación tan pronto como entre en vigor. Asimismo, es de suma importancia establecer un código normativo único que sustente la supervisión centralizada.
- Es importante garantizar el establecimiento de condiciones equitativas entre los Estados miembros que participan en el MUS y los que no lo hacen, respetando plenamente la integridad del mercado único de servicios financieros. Es necesario hallar una solución aceptable y equilibrada por lo que respecta a los cambios en el sistema de votación y las decisiones al amparo del Reglamento sobre la Autoridad Bancaria Europea (ABE), teniendo en cuenta las posibles modificaciones de la participación en el MUS, que garantice un proceso decisorio eficaz y no discriminatorio dentro del Mercado Único. Sobre esta base, la ABE deberá conservar sus atribuciones y responsabilidades actuales.
- El Consejo Europeo hace un llamamiento para que se adopten con rapidez las disposiciones relativas a la armonización de marcos nacionales de resolución y de garantía de depósitos basados en las propuestas legislativas de la Comisión sobre el rescate

y la resolución de bancos y sobre los sistemas nacionales de garantía de depósitos. El Consejo Europeo insta a ultimar con rapidez el código normativo único, en particular llegando a un acuerdo antes de finales de año sobre las propuestas relativas a los requisitos de capital de las entidades de crédito (Reglamento y Directiva IV)<sup>17</sup>.

- En todos estos asuntos conviene garantizar un equilibrio equitativo entre los países de origen y de acogida.
- El Consejo Europeo toma nota de la intención de la Comisión de proponer un mecanismo único de resolución para los Estados miembros que participen en el MUS una vez que se hayan adoptado las propuestas relativas a la Directiva sobre rescate y resolución y la Directiva sobre sistemas de garantía de depósitos.
- El Eurogrupo definirá los criterios operativos exactos por los que se registrarán las recapitalizaciones directas de la banca a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), respetando plenamente la declaración de la Cumbre de la zona del euro del 29 de junio de 2012. Es obligado romper el círculo vicioso entre bancos y emisores soberanos. Cuando se establezca un mecanismo único y efectivo de supervisión de los bancos de la zona del euro, en el que participe el Banco Central Europeo, el MEDE podría, siguiendo sus procedimientos normales de decisión, tener la posibilidad de recapitalizar directamente los bancos.

Aunque la situación de España y el propio debate político en nuestro país han convertido al último punto en la cuestión central de los acuerdos adoptados, en la medida en que implican el retraso en la puesta en práctica del mecanismo de recapitalización directa de los bancos por parte del MEDE hasta, probablemente, el año 2014 (cuestión en absoluto menor para nosotros), lo cierto es que los acuerdos tienen una gran trascendencia.

<sup>17</sup> Más conocidas como «CRD IV».



En primer término, se adoptó el compromiso político de que el marco legislativo para el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) estaría acordado para el 1 de enero de 2013, lo que ciertamente ha exigido un esfuerzo relevante.

Tras los acuerdos políticos alcanzados en diciembre de 2012 y el compromiso sellado entre la Comisión y el Parlamento Europeo en marzo de 2013, podemos considerar el objetivo cumplido.

En segundo lugar, si atendemos al detalle de los acuerdos alcanzados, parece que el diseño final del mecanismo podría asemejarse bastante al resultante de las propuestas presentadas por la Comisión en junio de 2012, especialmente en lo que se refiere a la atribución al BDE de funciones de supervisión directa, aunque limitadas a los bancos de mayor tamaño (unos 150), separar su actividad monetaria y como supervisor y mantener sin cambios las atribuciones actuales de la Autoridad Bancaria Europea.

Otro elemento importante se refiere a la correlación existente entre la propuesta de establecimiento de un Mecanismo Único de Supervisión, las propuestas legislativas de la Comisión sobre el rescate y la resolución de bancos y sobre los sistemas nacionales de garantía de depósitos, sin olvidar el proceso de armonización y convergencia de la regulación sobre requisitos de capital incluyendo el «single rule book» a que se ha hecho referencia anterior.

En todo caso, si la propuesta alcanzara el éxito, conllevaría una homogeneización de las prácticas supervisoras en toda Europa y constituiría un impulso fundamental al establecimiento de un auténtico mercado interior de servicios bancarios en Europa tras el retroceso que ha supuesto la gestión puramente nacional de las crisis bancarias producidas en los últimos años.

Además, esta propuesta abre claras posibilidades de una mayor consolidación bancaria a nivel europeo, imprescindible para que los bancos europeos puedan competir con éxito frente a los grandes bancos internacionales norteamericanos

y asiáticos, que parten de la sólida base que representan sus mercados nacionales.

A nadie se le oculta que la propuesta para la constitución de un mecanismo de supervisión bancaria única en Europa y, más allá, de una auténtica «unión bancaria», no tendrá un camino fácil, a pesar del alto nivel de compromiso político que parece existir entre algunos Estados relevantes (Francia, Italia, España...).

Más allá de las fronteras europeas, la propuesta también parece gozar de apoyos relevantes. Por ejemplo, el Comité Monetario y Financiero, órgano asesor de la junta de gobernadores del FMI reunida en Tokio, realizó, pocos días antes de la reunión del Consejo Europeo de octubre de 2012, un llamamiento para que se alcanzase en el plazo más breve posible la unión bancaria en Europa<sup>18</sup>.

Es evidente que la vinculación de esta propuesta con el alcance del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (conocido entre nosotros como «MEDE») y su posible utilización como instrumento de recapitalización directa de los bancos sin «pasar» por los Tesoros nacionales y, por tanto, sin afectar a los niveles de endeudamiento y déficit público de los Estados miembros, han complicado extraordinariamente el debate político.

Sin embargo, y más allá de ese debate político, la realidad es que se trata de una iniciativa compleja, en la que habrán de interactuar distintas propuestas legislativas europeas en distinto estado de tramitación (y de consenso entre los Estados) cuya articulación no será sencilla.

Una reflexión interesante a propósito de los condicionamientos y las premisas que habría de satisfacer la reforma que finalmente se articule, se contenía en un artículo publicado hace unos meses, que diferenciaba cinco claves, a su juicio funda-

<sup>18</sup> No se trata de una novedad por cuanto el FMI ya había mostrado su predisposición favorable a la rápida consecución de una unión bancaria europea en su «Global Financial Stability Report (The quest for lasting Stability)» publicado en Abril de este año. En sus páginas 8 a 10 pueden encontrarse algunos párrafos dedicados a analizar las ventajas derivadas de la centralización de la supervisión bancaria europea.



mentales, para el éxito de la iniciativa de la Comisión Europea de construir una Unión Bancaria.<sup>19</sup>

En síntesis, y atendiendo más al fondo de las cuestiones planteadas, que a la literalidad con la que se plasmaron en el artículo, vendrían a ser las siguientes<sup>20</sup>:

a) Que sea completa. Es cierto que la unión bancaria tiene un elemento esencial en la existencia de un mecanismo único de supervisión bancaria, como el que se encuentra incorporado en la propuesta de la Comisión Europea.

Por otra parte, la unión bancaria tiene otras dos implicaciones muy relevantes: la existencia de un mecanismo europeo de resolución de crisis bancarias (que, como se ha indicado en el apartado precedente de este trabajo se encuentra en formación) y, lo que es aún más complicado, la existencia de un mecanismo europeo de financiación que de credibilidad al mecanismo de resolución y que no descansa en la intervención de los tesoros nacionales.

b) Que no se confundan los asuntos del pasado con asuntos permanentes. La unión bancaria se plantea en un momento difícil desde el punto de vista económico y también respecto de la situación de las entidades de crédito en la práctica totalidad de los Estados europeos.

Si se pretende que la unión bancaria pueda resolver todos los problemas generados en el pasado, ello dificultará enormemente su consecución.

Una forma práctica de superar este conflicto se encuentra en que, en un primer momento, no estén comprendidos en el mecanismo de la Unión Bancaria más que aquellas entidades sobre las que no exista duda alguna sobre su solidez, dejando a las autoridades nacionales de resolución que, al menos de momento, resuelvan los problemas de las entidades restantes.

<sup>19</sup> FT «A five step guide to European Banking Union». 17 de septiembre de 2012.

<sup>20</sup> Tomamos del artículo citado en la nota anterior las rúbricas de los cinco factores a considerar, si bien la explicación que se introduce a continuación no se corresponde con el contenido del artículo publicado, incluso en cuanto a su sentido.

El problema que puede plantearse es que los Estados no dispongan de los recursos suficientes como para afrontar los costes derivados de esos procesos de reestructuración y resolución bancaria.

En estos casos, puede plantearse la necesidad de que exista un mecanismo paralelo «ad hoc» para dar respuesta a una situación de este tipo, normalmente con la participación del mecanismo europeo de estabilidad financiera (el MEDE).

c) Atender a lo esencial. Los sistemas financieros europeos son altamente heterogéneos.

Existen cientos de entidades en Alemania y, en cambio, un nivel de concentración más alto en el Reino Unido y otros países en el Norte de Europa.

Si atendemos al tamaño de los bancos, en algunos Estados prácticamente sólo hay bancos sistémicos (Holanda, Francia...) y en otros la diversidad es mucho mayor.

También existe una gran diversidad en los mecanismos de garantía de depósitos y hay Estados en los que esta diversidad se traduce en pluralidad (hay varios mecanismos de garantía de depósitos en un solo Estado).

Reconducir a la unidad toda esta diversidad será probablemente un gran esfuerzo por lo que podría tener sentido concentrarse en entidades más homogéneas como serían los bancos con auténtica vocación transfronteriza.

d) Prepararse para lo peor. Los recursos necesarios para afrontar los costes de resolución bancaria son ingentes. Tratar de minimizar los costes para los contribuyentes, considerando los efectos finales que la resolución bancaria puede tener para las cuentas públicas puede ser una buena estrategia.

No obstante lo anterior, es posible que el sacrificio de los accionistas y de los stakeholders no siempre pueda evitar que ese efecto pueda producirse. Los mecanismos que se diseñen deben estar dotados de capacidades suficientes para que la resolución bancaria sea creíble.

e) Contar con los incentivos adecuados. Se trata de un aspecto muy relacionado con el aspecto anterior (letra d). El mecanismo que se



diseño debe estar probablemente financiado con aportaciones realizadas por las entidades del sector pero es cierto que esas aportaciones, por importantes que puedan parecer, podrían no ser suficientes como para proporcionar una respuesta creíble a corto y medio plazo para la resolución de crisis bancarias, obligando a una contribución desde los presupuestos públicos. El MEDE puede desempeñar una función en este sentido.

En todo caso, y a la vista de los acuerdos alcanzados el año pasado, parece evidente que mecanismo único de supervisión, sistema europeo de rescate y resolución de entidades de crédito e instrumentos europeos de garantía de depósitos constituyen tres elementos fundamentales e inseparables. El éxito de la iniciativa política depende de que todos estos elementos lleguen a articularse de forma coordinada y en plazos razonables. De no ser así, la Unión Bancaria no podrá hacerse efectiva.

No obstante, la sola existencia de una propuesta de la Comisión tan detallada como la que se ha descrito, al menos en un diseño inicial, y el amplio acuerdo político alcanzado para su rápida aprobación, son aspectos que deben ser valorados de forma positiva, al representar la señal de que el refuerzo de la Unión Europea constituye la mejor estrategia de respuesta frente a la crisis.

Sin embargo, los efectos favorables de esta iniciativa no pueden engañarnos sobre la dificultad y el tiempo que probablemente será necesario para llevarla a cabo hasta su completa implementación. Por ello, el retraso en dicha implementación, aunque negativo para España por el retraso en la posible recapitalización directa de las entidades españolas, debe considerarse como seguramente inevitable.

Lo que sería fundamental sería evitar retrasos adicionales a los que supone ese año inicial de demora ya prevista. Probablemente, sería más prudente una estrategia de implementación paulatina que correr el riesgo de un establecimiento precipitado que pueda dar lugar a problemas adicionales.

La propuesta de limitar el establecimiento de un mecanismo único de supervisión para los

bancos europeos de mayor tamaño (unos 150), debe, por tanto consolidarse acertada aunque en el caso español la mayor parte de las entidades se encontrarán bajo supervisión directa del BCE.

## CONCLUSIÓN

La crisis financiera internacional del año 2007 sorprendió a las autoridades europeas y a las autoridades nacionales de los Estados miembros sin los instrumentos jurídicos necesarios como para dar respuesta a la situación de dificultad de grandes entidades europeas con presencia en distintos Estados.

Por ello, y tras el fracaso de los instrumentos tradicionales de cooperación entre las autoridades de diversos Estados, fueron sentándose las bases de un nuevo sistema europeo de supervisión bancaria, tanto en el ámbito macroprudencial como microprudencial.

Sin embargo, las nuevas instituciones que se han creado y también los colegios de supervisores, descansaban en unas premisas que no siempre se cumplen: la identidad de los intereses de los supervisores, la existencia de una regulación y de prácticas supervisoras suficientemente armonizadas y la eficacia de la cooperación entre los supervisores competentes.

La prolongación de la crisis actual, y las dificultades que encuentran para su financiación en condiciones adecuadas tanto algunos Estados como buena parte de las entidades de crédito de la Unión Europea ha llevado a avanzar en un camino nuevo, en parte anticipado con las últimas propuestas en materia de resolución y reestructuración bancaria: la Unión Bancaria Europea.

La Comisión Europea estuvo a la altura de las circunstancias y presentó una propuesta global de reforma legislativa que pasaba por la modificación de la normativa reguladora de la Autoridad Bancaria Europea y por la aprobación de un nuevo estatuto normativo tendente a atribuir al Banco Central Europeo el estatus de responsable último de la supervisión bancaria europea, en el marco de un auténtico sistema europeo único de



supervisión bancaria y en estrecha colaboración con las autoridades nacionales y la propia EBA.

El acuerdo político alcanzado en el Consejo Europeo celebrado en diciembre de 2012, despejó todas las dudas existentes sobre la visibilidad de esta relevante iniciativa, confirmadas pertinentemente con el compromiso sellado sobre la futura supervisión bancaria común entre la Comisión y el Parlamento Europeo.

En todo caso, esta propuesta significará, una vez que se encuentre finalmente implementada en el año 2014, un cambio radical en el modelo europeo de supervisión bancaria y un paso adelante decisivo en materia de armonización de la regulación y supervisión financiera que debería contribuir de manera definitiva a la recuperación de los mercados financieros.

Para España, por otra parte, esta iniciativa representa un interés adicional que ya se ha anti-

cipado: al haberse condicionado políticamente la recapitalización directa de los bancos españoles (es decir, sin la recepción previa de los fondos por parte del Estado español a través del FROB) por medio del MEDE a la implementación efectiva de la Unión Bancaria, los recursos necesarios para dicha recapitalización se computarán a todos los efectos como deuda pública, elevando de manera considerable nuestra ratio de endeudamiento/PIB.

El hecho de que ese efecto se produzca en el año 2014 y no en el 2013, aunque pueda parecer muy trascendente en el momento actual, dadas las circunstancias de nuestro país, terminará siendo de una importancia menor si lo comparamos con el avance que para la construcción europea supondrá la consecución de una pata tan fundamental para el mercado interior de servicios financieros como son las propuestas asociadas a la construcción de una Unión Bancaria Europea.



# ASPECTOS JURÍDICO PRIVADOS DE LA NUEVA ARQUITECTURA INSTITUCIONAL DEL EURO

María Luisa Alonso y José Guardo  
Clifford Chance

## INTRODUCCIÓN

Cuando este capítulo se escribe, Noviembre de 2012, en España se vive un período de gran incertidumbre. La crisis económica que desde 2007 está instalada en nuestra economía se ha cobrado ya prácticamente todo el sector inmobiliario español y más de la mitad de las entidades de crédito que operaban entonces en España han desaparecido o han sido nacionalizadas. Las cajas de ahorro, elemento singular, definitorio e influyente en nuestro sistema financiero antes de la crisis, han desaparecido.

Grecia primero, Irlanda y Portugal después han tenido que solicitar ayuda financiera ante la imposibilidad de hacer frente a los compromisos financieros contraídos.

La eventual ruptura de la Zona Euro, antes –aún incluso durante los cuatro primeros años de la crisis– considerada como una hipótesis de muy improbable ocurrencia, lleva gravitando sobre consejos de administración, comités de riesgo de entidades de crédito, gabinetes de análisis financiero e incluso tertulias radiofónicas como una amenaza cierta durante todo el 2012. De ello pueden dar fe los autores de este texto, que en el ámbito de su desempeño profesional han evacuado no pocos informes en los últimos meses analizando el funcionamiento de cláusulas contractuales de todo tipo de instrumentos financieros ante una eventual salida de España de la Zona Euro.

Los economistas discrepan sobre cuáles deben ser las políticas a adoptar para que las economías

europas y particularmente las más amenazadas empiecen a dar pasos decididos en pos de la recuperación.

En el marco de la Unión Europea, no obstante, una serie de ideas se han instalado con fuerza.

De una parte si bien no sin ausencia de controversia, la necesidad de implementar políticas de austeridad que permitan la reducción del déficit público y por ende del endeudamiento de nuestro país y el resto de economías afectadas. En nuestro país esta estrategia ha cristalizado en el llamado Procedimiento de Déficit Excesivo, en virtud del cual España se comprometió para el 2012, que el déficit público no excediera el 6,3% del PIB, el 4,5% del PIB para el 2013 y el 2,8% del PIB para el 2014. De otra, con mucha menor contestación, la imperiosa necesidad de avanzar en la integración económica, monetaria y financiera en el ámbito de la Unión Europea como medio para devolver la solidez a nuestro sistema financiero, a fin de restablecer la circulación del crédito. Respecto de nuestro sistema financiero, la hoja de ruta la ha marcado el Memorándum de Entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera suscrito por nuestro país con el Eurogrupo el pasado 20 de Julio de 2012 («**Memorándum de Entendimiento**»).

Los efectos de la implementación de las primeras son claramente perceptibles por la ciudadanía por cuanto impactan en el ámbito del llamado estado de bienestar y se traducen en recortes en el gasto público educativo, sanitario, social, etc...



Sin embargo, es posible que no ocurra lo mismo respecto de algunos importantes cambios que las acciones legislativas encaminadas a la consecución de esa mayor integración económica a nivel europeo están introduciendo en el ámbito de las relaciones entre privados, como consecuencia de su naturaleza técnica o de su carácter contingente.

Así este capítulo se escribe con el propósito de hacer comprensibles a los lectores no formados en Derecho las consecuencias producidas por las citadas acciones legislativas en el ámbito de las relaciones entre privados.

### La Ley 9/2012 de 14 de Noviembre y el Real Decreto-ley 24/2012 de 31 de Agosto. Su génesis

Hasta el momento, la norma más relevante en términos del análisis propuesto en la sección anterior es sin duda la Ley 9/2012 de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito (la «**Ley**»), que trae causa del RDL 24/2012, de 31 de Agosto (el «**RDL**»).

La Ley parte de la premisa de que el alto grado de interdependencia de las entidades financieras y el papel clave que estas entidades desempeñan en el conjunto de la economía de la Zona Euro crea un riesgo de crisis sistémica si en un banco surgen problemas que repercuten en el conjunto del sistema<sup>1</sup>.

Este riesgo de crisis sistémicas y la necesidad de que los Estados dispongan de instrumentos que les permitan de manera eficiente actuar para prevenirlas, justifica la implementación, primero del RDL y luego de la Ley, la cual desarrolla un régimen de intervención de las entidades de crédito<sup>2</sup> que supone en la práctica la privación a los acreedores de estas sociedades mercantiles de las protecciones y derechos atribuidos a los mismos por la Ley Concursal al tiempo que consagra una serie de facultades exorbitantes para los poderes públicos en detrimento de los derechos de los accionistas, administradores, tenedores de instrumentos híbridos y otras contrapartes de estas entidades.

Sus orígenes, como es objeto de explicación en su Exposición de Motivos, deben buscarse en la conclusiones de la Junta de Estabilidad Financiera de la reunión de Noviembre del 2011 del G-20 y en la Propuesta de Directiva de 6 de Junio de 2012 del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se establece un marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito y empresas de inversión, y por la que se modifican las Directivas 77/91/CEE y 82/891/CE del Consejo, las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE y 2011/35/CE y el Reglamento (UE) n.º 1093/2010 (la «**Propuesta de Directiva**») por la que se establece un marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

Pero la verdadera razón que explica la aprobación por el Gobierno Español de esta norma incluso antes de que vea la luz la directiva europea a la que deberá adecuarse, se encuentra en los compromisos asumidos por nuestro país en virtud del Memorándum de Entendimiento suscrito por nuestro país como condición para la consecución del programa de asistencia a España para la recapitalización del sistema financiero.

O dicho en otras palabras. La promulgación de estas normas es una de las condiciones impuestas a España por el Eurogrupo para que ésta acceda a los fondos que deberán servir para la recapitalización de su sistema financiero<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Exposición de motivos de la Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se establece un marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito y empresas de inversión, y por la que se modifican las Directivas 77/91/CEE y 82/891/CE del Consejo, las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE y 2011/35/CE y el Reglamento (UE) n.º 1093/2010.

<sup>2</sup> Según son objeto de definición por el artículo 1 del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades europeas.

<sup>3</sup> Medidas 5 y 7 del Anexo 2 «Condicionalidad» del Memorándum de Entendimiento.



Así, y a modo de anécdota, cabe reseñar que el RDL se publicó en el BOE el mismo día de su aprobación por el Consejo de Ministros, coincidiendo con la fecha límite establecida al efecto por el Memorandum de Entendimiento, lo que constituye toda una exhibición de «agilidad» legislativa sin precedentes en nuestro país.

Meses después y una vez cumplimentado el trámite legislativo aparece publicada el pasado 15 de noviembre en el BOE la Ley.

### **El Régimen de Reestructuración y Resolución de las Entidades de Crédito establecido por la Ley**

En virtud del Memorandum de Entendimiento, España se comprometió a promulgar a finales de agosto de 2012 una normativa que asegure un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito.

El RDL y después la Ley es esa norma. Según su artículo 1, la Ley tiene por objeto «regular los procesos de actuación temprana, reestructuración y resolución de entidades de crédito».

Estos distintos procedimientos son definidos por la Ley por referencia a la mayor o menor gravedad y reversibilidad del estado que afecta a la entidad de crédito, como sigue.

Se entiende por actuación temprana el procedimiento aplicable a una entidad de crédito que incumpla o respecto de la que existan elementos objetivos conforme a los que resulte razonablemente previsible que no pueda cumplir con los requerimientos de solvencia, liquidez, estructura organizativa o control internos en vigor de acuerdo con la normativa que les sea de aplicación pero no precise de apoyo financiero público, esto es, pueda retornar al cumplimiento por sus propios medios.

Se entiende por reestructuración el procedimiento aplicable a una entidad de crédito que requiera apoyo público para su viabilidad y existan elementos objetivos que permitan razonablemente prever que el apoyo público será reembolsado o recuperado en los plazos previstos a tal fin

en el instrumento que se adopte para su recapitalización.

Por último, se entiende por resolución, el procedimiento aplicable a:

- i) Una entidad de crédito inviable<sup>4</sup>; o a
- ii) Una entidad de crédito, que denominaremos, incumplidora<sup>5</sup>.

Cuando por razones de interés público resulte necesario o conveniente excluir del procedimiento concursal a la entidad de crédito inviable o incumplidora, por cuanto su disolución y liquidación en el marco del mismo no permitiría razonablemente:

(i) asegurar la continuidad de aquellas actividades, servicios y operaciones cuya interrupción podría perturbar la economía o el sistema financiero, tales como los servicios financieros de importancia sistémica y los sistemas de pago, compensación y liquidación.

(ii) evitar efectos perjudiciales para la estabilidad del sistema financiero, previniendo el conta-

---

<sup>4</sup> Se entiende por entidad de crédito inviable ex art. 20 de la Ley aquella entidad que (1) incumpla o respecto de la que existan elementos objetivos conforme a los que resulte razonablemente previsible que no pueda cumplir con los requerimientos de solvencia, liquidez, estructura organizativa o control internos en vigor de acuerdo con la normativa que les sea de aplicación; o (2) sus pasivos exigibles fueran superiores a sus activos o dicha circunstancia fuera razonablemente acaecer en un futuro próximo; o (3) no puede atender sus obligaciones de pago o dicha circunstancia fuera razonablemente acaecer en un futuro próximo; y (4) no fuera previsible que pueda retornar al cumplimiento o reconducir la situación por sus propios medios ni mediante los apoyos financieros que la propia Ley prevé.

<sup>5</sup> Se entienden dentro de esta categoría, ex art. 19.2 de la Ley una entidad de crédito (1) que no haya presentado su plan de reestructuración exigido, (2) que hubiera manifestado al Banco de España la imposibilidad de encontrar una solución viable a su situación (3) que habiendo presentado el plan de reestructuración, el mismo hubiera sido juzgado inadecuado por el Banco de España y la entidad no hubiera aceptado las medidas adicionales o modificaciones requeridas por el Banco de España; o (4) que hubiera incumplido con el plazo de ejecución o cualquiera de las medidas impuestas por el plan de reestructuración y dicho incumplimiento pusiera en peligro la consecución de los objetivos de la reestructuración.

Asimismo, la Ley (art.11.4) prevé la aplicación del procedimiento de resolución a aquellas entidades que se hubieren acogido al procedimiento de actuación temprana y no fueran capaces de revertir dicha situación o incumplieran los requisitos u obligaciones correspondientes a su proceso.



gio de las dificultades de una entidad al conjunto del mercado y manteniendo la disciplina del mercado.

(iii) asegurar la utilización más eficiente de los recursos públicos, minimizando los apoyos financieros públicos que, con carácter extraordinario, pueda ser necesario conceder.

Si bien el procedimiento de actuación temprana puede categorizarse dentro de los procesos de supervisión y ordenación bancaria por cuanto las entidades afectadas por el mismo sólo incumplirían los requisitos impuestos por la normativa reguladora de las entidades de crédito, tanto el proceso de reestructuración como el procedimiento de resolución –este último de forma más evidente– se constituyen en procedimientos paralelos al procedimiento concursal contenido en la Ley 22/2003 de 9 de julio<sup>6</sup>.

No es el propósito de este capítulo entrar a juzgar la compatibilidad del régimen propuesto en la Ley con los principios constitucionales en vigor. La enacción de la norma está demasiado cercana en el tiempo y no se conocen aún detalles de su aplicación práctica y de todos sus desarrollos reglamentarios, imprescindibles a los efectos de dicho análisis.

Sin embargo sí se encuentran dentro de los objetivos de este texto el poner de manifiesto las diferencias materiales entre uno y otro régimen así como los distintos principios y objetivos que presiden cada uno de ellos.

En este sentido cabe destacar el contenido del apartado 4.4.8 de la Propuesta de Directiva donde se confiesa que el reparto de pérdidas debe regirse por los siguientes principios independientemente de lo que disponga cada régimen nacional de insolvencia: a) que las pérdidas deben asignarse, en primer lugar, a los accionis-

tas y a continuación a los acreedores y b) que los acreedores de la misma categoría pueden ser tratados de forma desigual si está justificado por razones de interés público.

Estos principios chocan de manera frontal con los que presiden la normativa concursal. Así respecto del primer enunciado en el párrafo anterior, debe advertirse que la norma concursal atribuye las pérdidas del concurso en primer lugar a los acreedores, como fórmula idónea para preservar la continuidad de las entidades en concurso cuando ésta es posible (si bien coinciden en este punto con la lógica que preside la fase de liquidación del concurso, esto es, el procedimiento por el cual, una vez determinada la inviabilidad de una entidad, se da curso a la venta ordenada de sus activos, para con el producto de la misma abonar las deudas pendientes hasta donde el activo alcance y sólo el remanente, de existir, una vez canceladas todas las deudas se entrega a los accionistas, los cuales son subordinados por ley frente a cualesquiera otros acreedores de la entidad en concurso).

En relación con el segundo, el mismo es incompatible con la *pars conditio creditorum* o principio que establece la obligación de tratar de la misma manera a todos los acreedores de la misma categoría y que vertebró la legislación concursal.

Las diferencias principales entre ambos regímenes se justifican por la protección del interés público y, a nuestro juicio en mayor medida, por la apelación a los fondos públicos que se entiende como condición indispensable y/o mal menor necesario para la aplicación de, respectivamente, los procedimientos de reestructuración y resolución.

Pero si las diferencias a nivel principal son muy importantes, aún lo son más las diferencias materiales entre los procedimientos de reestructuración y resolución y el procedimiento concursal.

Por encima de las cuestiones procedimentales, algunas de las cuales trataremos de manera individualizada más adelante, queremos llamar la atención en primer lugar a que mientras que el procedimiento concursal es un procedimiento que se halla bajo la tutela judicial, los procedimientos de reestructuración y resolución son pro-

<sup>6</sup> En este sentido, ver apartado 3 de la Exposición de Motivos de la Propuesta de Directiva donde expresamente se dice que «la normativa de insolvencia no siempre es idónea para hacer frente eficazmente a la quiebra de las entidades financieras» y «la resolución constituye una alternativa a los procedimientos de insolvencia ordinarios y un medio para reestructurar o liquidar un banco cuya quiebra podría plantear problemas para el interés público general».



cedimientos administrativos en los que la norma atribuye un conjunto de competencias de altísima incidencia al Banco de España y al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria «FROB»<sup>7</sup> en lo que respecta a la determinación del alcance y valor de los derechos de los particulares frente a las entidades afectadas.

Lo anterior no quiere decir que los derechos de los particulares en el marco del proceso de reestructuración o resolución queden privados totalmente de la tutela judicial efectiva<sup>8</sup>. La Ley prevé en sus artículos 69 y siguientes que las decisiones y acuerdos que adopte el FROB y el Banco de España en el marco de procesos de actuación temprana, reestructuración y resolución son recurribles ante la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional.

Sin embargo nos cabe la duda de que la Audiencia Nacional en el marco del proceso contencioso-administrativo pueda otorgar a los accionistas, socios, obligacionistas, cuota partícipes, acreedores o cualesquiera otros terceros una protección equivalente a la que les concede la jurisdicción y la legislación mercantil en sede concursal sobre todo teniendo en cuenta el alcance relativamente limitado que tiene la revisión judicial de los actos discrecionales como éstos.

### Los instrumentos específicos de resolución

- La Ley se refiere a cuatro tipos de instrumentos de resolución que examinaremos individualmente y con más detalle en los siguientes epígrafes. Dichos instrumentos de resolución son: (a) la venta del negocio de la entidad, directa o indi-

rectamente (es decir, vendiendo sus filiales o activos o vendiendo las acciones o participaciones de la propia entidad); (b) la transmisión de activos o pasivos<sup>9</sup>, a un banco puente; (c) la transmisión de activos o pasivos a la sociedad de gestión de activos; y (d) el apoyo financiero a los adquirentes del negocio, al banco puente o a la sociedad de gestión de activos cuando resulte necesario para facilitar la implementación de los instrumentos anteriores y para minimizar el uso de recursos públicos.

- El FROB puede utilizar los instrumentos de resolución de manera individual o, lo que parece más probable, conjuntamente. Dado que la finalidad del proceso de resolución no es reestructurar la entidad de crédito, sino extinguirla, en el caso de que se transmitiera sólo parcialmente el negocio o los activos y pasivos de la entidad de crédito, ésta deberá disolverse y liquidarse en el marco de un procedimiento concursal.

### La venta del negocio de la entidad de crédito a terceros

El artículo 26 de la Ley regula la transmisión de las acciones, cuotas participativas, aportaciones al capital social, o instrumentos representativos del capital o equivalente o convertibles en ellos cualesquiera que sean sus titulares a un tercero adquirente que no sea un banco puente o la transmisión de todos o parte de los activos y pasivos de la entidad. Esta transmisión presenta una serie de características que consideramos dignas de mención:

<sup>7</sup> El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (en adelante FROB) es una entidad de Derecho Público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada para el desarrollo de sus fines. El FROB tiene por objeto gestionar los procesos de reestructuración y resolución de las entidades de crédito.

<sup>8</sup> Como indica el Considerando 57 de la Propuesta de Directiva, a efectos de dar cumplimiento a lo previsto en el artículo 47 de la Carta de Derechos Fundamentales de la Unión Europea las personas afectadas tienen derecho a la tutela judicial efectiva y las medidas adoptadas deben someterse a revisión judicial. La misma consecuencia se deriva del artículo 24 de la Constitución española.

<sup>9</sup> La posibilidad de transmitir por separado activos y pasivos debe contar con algunas limitaciones como prevé la Propuesta de Directiva a fin de salvaguardar los derechos de terceros y la propia estabilidad del sistema financiero. La Ley prevé en su artículo 67 que en los casos en que se transmita únicamente una parte de los activos y pasivos, el FROB adoptará las medidas necesarias para entre otras cosas, asegurar que se transfieren conjuntamente los pasivos garantizados y los activos sobre los que está constituida la garantía o estableciendo la cesión simultánea de créditos y deudas amparados bajo un acuerdo de compensación contractual. La Propuesta de Directiva contiene una regulación más amplia y completa de las salvaguardas aplicables en caso de cesión parcial.



- La primera particularidad que hay que destacar es que el FROB transmitirá estos bienes, actuando en nombre y por cuenta de sus titulares pero sin necesidad de obtener su consentimiento y aunque éstos se opusieran o pretendieran oponerse a la transmisión.

- No será necesario, tampoco, obtener el consentimiento de terceros diferentes del comprador. Estos terceros incluirán titulares de derechos reales limitados sobre dichos activos (como usufructuarios o acreedores, titulares de derechos de adquisición preferente, trabajadores) y, en definitiva, dada la amplitud de los términos utilizados, cualquier persona física o jurídica cuyo consentimiento fuera legalmente necesario en situaciones ordinarias.

- No será necesario cumplir con los requisitos de procedimiento exigidos para las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Esta previsión es innecesaria para aquellos supuestos de mera transmisión de instrumentos de capital (por ejemplo, mediante compraventa), debe entenderse, por tanto, que la ley está pensando en supuestos en que la transmisión se enmarca en una operación incluida en la Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

- En principio, teniendo en cuenta que la finalidad del proceso de resolución es la disolución de la entidad de crédito y que se persigue la recuperación de los gastos incurridos por el FROB, parece previsible que la operación societaria que se utilice más frecuentemente sea una cesión global de activo y pasivo en la que la contraprestación recibida sea dineraria, en lugar de acciones o participaciones de las otras sociedades involucradas<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> En efecto, según el artículo 81 de la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, mediante la cesión global de activo y pasivo, una sociedad podrá transmitir en bloque todo su patrimonio por sucesión universal a uno o varios socios o terceros a cambio de una contraprestación que no podrá consistir en acciones, participaciones o cuotas de socio del cesionario. La sociedad cedente quedará extinguida si la contraprestación fuese recibida total y directamente por los socios.

- En cualquier caso, conviene tener presente que las modificaciones estructurales de las sociedades a las que hace referencia van a involucrar al menos a dos sociedades y que los requisitos legales para llevar a cabo estas modificaciones se aplican casi siempre (de forma distributiva o cumulativa) a todas las sociedades implicadas, no sólo a la entidad en proceso de resolución. Cabe entender que se prescindirá de los consentimientos y requisitos aplicables exclusivamente a la entidad en proceso de resolución<sup>11</sup>, pero no que se pueda hacer lo mismo con los consentimientos y requisitos aplicables a la otra u otras sociedades involucradas. No sólo pensamos que ésta es la interpretación más correcta de la Ley, sino que nos parece la más realista pues ni podría imponerse en el caso de sociedades no españolas, ni probablemente sería asumible por la sociedad<sup>12</sup> adquirente o beneficiaria.

- La transmisión se realizará en condiciones de mercado, teniendo en cuenta las circunstancias del caso concreto. Cuestión ésta que debe relacionarse con el procedimiento de valoración de los activos y con la utilización de un proceso competitivo que, en principio, debe desarrollar el FROB y que comentamos posteriormente.

- Los adquirentes de las acciones, cuotas, aportaciones o instrumentos no quedarán sujetos a las limitaciones estatutarias del derecho de asistencia a las juntas o asambleas o del derecho de voto, ni a las limitaciones a la adquisición de aportaciones al capital social de las cooperativas de crédito ni a la obligación de presentar oferta

---

<sup>11</sup> El artículo 63.(c) de la Ley cuando otorga al FROB las facultades de la junta general o la asamblea lo hace exclusivamente en relación con la entidad de crédito en resolución. Asimismo, el artículo 26.3 exonera al adquirente de ciertas obligaciones o limitaciones (como limitaciones estatutarias a los derechos políticos, obligación de presentar una oferta pública de adquisición) exclusivamente en relación con la entidad en resolución

<sup>12</sup> Resulta inimaginable que los administradores de una entidad decidieran, llevar a cabo una operación (previsiblemente poco frecuente en este contexto) que implicara un canje de acciones con una entidad de crédito en resolución o una parte de ésta, prescindiendo de la convocatoria formal de sus accionistas, de un informe de expertos sobre el tipo de canje, sin anunciarlo a sus acreedores o sin llevar a cabo ninguna de los trámites previstos legalmente.



pública de adquisición con arreglo a la normativa del mercado de valores.

- El importe que deberá abonarse a la entidad o sus accionistas será el resultante de la transmisión tras deducir de ello los gastos administrativos y de cualquier otra naturaleza incurridos por el FROB incluyendo el coste de los instrumentos de apoyo financiero (como otorgamiento de garantías, concesión de préstamos o créditos tanto para la propia entidad como para el tercero adquirente, adquisición de activos o pasivos o recapitalización) que deberán reembolarse en primer término contra el precio de la transmisión.

- La transmisión de instrumentos de capital o de activos y pasivos de la entidad de crédito que podrá realizarse en una o varias ocasiones y a favor de uno o varios adquirentes deberá, en principio, ser objeto de un procedimiento competitivo con las siguientes características: En primer lugar, será transparente pero siempre teniendo en cuenta las circunstancias del caso concreto y la necesidad de salvaguardar la estabilidad del sistema financiero. El procedimiento no favorecerá o discriminará a ninguno de los potenciales adquirentes. Se adoptarán las medidas necesarias para evitar las situaciones de conflicto de interés. Tomará en consideración la necesidad de aplicar el instrumento de resolución más rápido y tendrá como objetivos maximizar el precio de venta y minimizar el uso de recursos públicos.

- Ahora bien, si se entendiera que el desarrollo del procedimiento antes indicado podría poner en peligro o dificultar la consecución de los objetivos enumerados en el artículo 3 de la Ley (es decir, asegurar la continuidad de las actividades cuya interrupción podría perturbar la economía, evitar efectos perjudiciales para la estabilidad del sistema financiero, asegurar la utilización más eficiente de los recursos públicos, proteger a los depositantes cuyos fondos están garantizados por el Fondo de Garantía de Depósitos de las Entidades de Crédito y, con carácter general, proteger los fondos reembolsables y demás activos de los clientes de las enti-

dades de crédito), la selección del adquirente podrá realizarse sin que el procedimiento cumpla todos los requisitos indicados, justificándolo ante la Comisión Europea a efectos de lo establecido en la normativa sobre ayudas de estado y competencia.

- En definitiva, en la regulación de la transmisión del negocio de la entidad por el FROB, se persigue utilizar un procedimiento ágil que resulte atractivo para el adquirente, con la finalidad de alcanzar los objetivos perseguidos por la Ley. A tal fin se sacrifican derechos e intereses legítimos de terceros y se prescinde de ciertos mecanismos que, sin duda, pueden alargar y complicar los procedimientos de transmisión de empresas pero que constituyen tuteladas efectivas (muchas de origen comunitario) para proteger intereses generales<sup>13</sup>.

### **La transmisión de todo o parte de los activos y pasivos de la entidad de crédito en resolución a un banco puente**

- La Ley no prejuzga la forma en que se producirá la transmisión de los activos y pasivos de la entidad de crédito al banco puente ni la contraprestación que, en su caso, recibirá la entidad en resolución o sus accionistas como consecuencia de dicha transmisión. La transmisión podrá, por tanto, realizarse mediante compraventa o, más previsiblemente, mediante una operación que conlleve una modificación estructural de la entidad de crédito (escisión, segregación, cesión global de activos y pasivos, entre otras). A la vista de las previsiones que se realizan en el artículo 27 de la Ley sobre la distribución del precio obtenido por la compraventa del banco puente o sus activos, parece que los redactores de la norma preveían que la transmisión al banco puente se iba a realizar a través de una operación societaria, pero curiosamente y a diferencia del supuesto de transmisión del negocio de la entidad a un tercero, en este caso no se excluye la aplicación de los

<sup>13</sup> Ver infra apartado de conclusiones.



requisitos previstos en la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles.

- En cuanto al receptor de los activos y pasivos, la Ley define como banco puente a una entidad de crédito, incluida en su caso la propia entidad en resolución, participada por el FROB, cuyo objeto sea el desarrollo de todas o parte de las actividades de la entidad de crédito en resolución y la gestión de todo o parte de sus activos y pasivos.

- Como su nombre indica, el banco puente tiene dos notas distintivas. En primer lugar, se trata de una entidad de crédito sujeta a las normas de ordenación y disciplina y a los poderes de supervisión y sanción del regulador. Es, por tanto, un vehículo apto para desarrollar actividades típicas y/o reservadas a las entidades de crédito y por consiguiente puede recibir la transmisión del negocio en funcionamiento de la entidad de crédito en resolución. En segundo lugar, el banco puente no tiene vocación de permanencia, sino que su finalidad es la de recibir la transmisión de activos y pasivos durante un periodo transitorio hasta su venta o la venta de los activos y pasivos cuando las condiciones sean apropiadas o en caso de adopción de medidas urgentes. Por tanto cesará su actividad como tal, como muy tarde, al cabo de 6 años desde su constitución.

- Como se ha indicado, el banco puente debe cumplir con las normas de ordenación y disciplina y, entre ellas, las relativas a los requerimientos de recursos propios. Es más, el artículo 27 de la Ley prevé que el valor de los pasivos transmitidos al banco puente no podrá exceder del valor de los activos transmitidos desde la entidad o desde cualquier otra procedencia, incluyendo los instrumentos de apoyo financiero adoptados por el FROB de conformidad a lo previsto en la misma.

- Los trámites administrativos, societarios, fiscales y laborales que requiere la constitución de un banco aunque se faciliten (de facto, pues la Ley no prevé la supresión de ninguno de ellos) conllevarían el transcurso de unos plazos previsiblemente demasiado largos para hacer

frente a situaciones que requieren la adopción de medidas urgentes. Quizá por esta razón la norma deja abierta la puerta a que el banco puente se constituya *o se adquiriera* por el FROB (artículo 27.5 de la Ley) o, incluso, a que la propia entidad en resolución sea el banco puente. Asimismo, en los diversos apartados del artículo 27 de la Ley, se alude a distintas alternativas para la configuración del banco puente. Así, el apartado 4 prevé que los activos y pasivos de una entidad de crédito podrán transmitirse a uno o varios bancos puente y el segundo párrafo del apartado 6 parece permitir la posibilidad de que cada banco puente se nutra de activos y pasivos transmitidos desde varias entidades de crédito. Indudablemente, estas diferentes posibilidades aumentan la flexibilidad de la que se dota al FROB para poder agrupar en un mismo banco puente áreas de negocio provenientes de diferentes entidades en resolución que sean compatibles entre sí o presenten sinergias, igualmente, estas posibilidades permitirán reducir plazos y costes de constitución y operación del banco puente.

- La venta del banco puente o de sus activos o pasivos se realizará en condiciones de mercado en el marco de procedimientos competitivos, transparentes y no discriminatorios. Según el apartado 5 del artículo 27 de la Ley, los importes obtenidos de la venta corresponderán al banco puente o a sus accionistas, según corresponda<sup>14</sup>, una vez deducidos los gastos administrativos y de cualquier otra naturaleza incurridos por el FROB, incluyendo los apoyos financieros prestados.

---

<sup>14</sup> Por ejemplo, en el caso de que se produzca una cesión global y total de activos y pasivos, lo que conllevaría la extinción del banco puente, los importes obtenidos se entregarán a los accionistas del banco puente. Por el contrario, en la mayoría de los supuestos, los importes obtenidos por la venta de los activos del banco puente darán lugar a un pago al propio banco puente que, posteriormente, podrá distribuir los fondos obtenidos entre sus accionistas y siempre que se cumplan los requisitos legales para ello.

### La transmisión de activos y pasivos a la sociedad de gestión de activos

- Las sociedades de gestión de activos (el llamado banco malo)<sup>15</sup> fueron previstas por primera vez en España en el Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero (el «**RDL 18/2012**»), estableciendo la obligación de cada entidad de crédito de aportar a una sociedad de gestión de activos las financiaciones y activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias correspondientes a la actividad en España tanto existentes a 31 de diciembre de 2012 como procedentes de la refinanciación de las mismas en una fecha posterior; al igual que aquellos otros activos adjudicados o recibidos en pago de deudas con posterioridad a 31 de diciembre de 2012 y que a la referida fecha tuvieran una clasificación distinta a riesgo normal.

- Las sociedades de gestión de activos, inicialmente, iban a ser constituidas y controladas por cada entidad de crédito, pero, en el caso de las entidades de crédito que hubieran recibido apoyo del FROB, éstas tenían la obligación de transmitir anualmente, al menos un 5% de los activos de la correspondiente sociedad de gestión a terceros y adoptar las medidas necesarias para que, en el plazo de tres años desde la entrada en vigor del RDL 18/2012, la vinculación de la sociedad de gestión con la entidad de crédito fuera, como máximo, la de empresa asociada.

- A las sociedades de gestión de activos de origen privado la Ley les superpone una Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria S.A. que será constituida por el FROB<sup>16</sup> dentro del plazo de tres

meses desde la entrada en vigor del RDL (la «**Sociedad de Gestión**»). La Ley dedica varios artículos y disposiciones adicionales a regular las líneas maestras de la Sociedad de Gestión y la transmisión de activos a la misma. El Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos (RD1559/2012) proporciona el desarrollo reglamentario con el que se pretende completar la regulación un poco esquemática de esta figura y solventar ciertas dudas que plantea la Ley.

- Algunas de las opciones básicas realizadas en el RDL 18/2012 sobre la naturaleza jurídica (sociedad anónima) y características de las sociedades de gestión (titulares de los activos en lugar de gestoras de instituciones como su nombre parece evocar) se mantuvieron en el RDL y han pasado a la Ley, si bien descafeinadas, en relación a la Sociedad de Gestión. Entre ellas una que, sin duda, puede conllevar graves dificultades para la consecución de los objetivos perseguidos con la creación de esta Sociedad de Gestión y que han tratado de paliarse o superarse por vías indirectas que, desde un punto de vista jurídico, no parecen totalmente satisfactorias.

- Nos referimos, en concreto, a la opción de transmitir a una misma sociedad todos los activos especialmente dañados o cuya permanencia en el balance de las entidades se considere perjudicial para su viabilidad, cualquiera que sea la naturaleza y las características de dichos activos. A este respecto debe tenerse en cuenta que, a diferencia de lo previsto en el RDL 18/2012 respecto a las sociedades de gestión, la Ley establece que la determinación de los criterios para definir las categorías de activos afectados se hará reglamentariamente en función de, entre otros, la actividad a la que estuvieran ligados, su antigüedad en el balance y su clasificación contable, indicando en la Disposición Adicional Octava, que existe la posibilidad de que dichos activos comprendan totalmente o parcialmente los previstos en el RDL 18/2012. En el mismo sentido, aunque con cierto carácter excepcional, la letra (e) del artículo 48.1 del RD1559/2012 prevé que el FROB podrá también ordenar la transferencia obligatoria de préstamos al consumo o a pequeñas y

<sup>15</sup> Aunque se va a analizar en el marco de los instrumentos de resolución, debe tenerse en cuenta que la transmisión de activos y pasivos a la sociedad de gestión de activos también se contempla como un instrumento de reestructuración.

<sup>16</sup> Existen numerosas experiencias de creación de bancos malos, como la creación de Retriwa y Securum en Suecia en la crisis bancaria que sufrió en 1991 y 1992, en Estados Unidos, en Finlandia, en Irlanda (con la creación de la National Asset Management Agency), en Suiza y en Alemania. Como ha sido puesto de relieve el carácter público del banco malo es un rasgo habitual en los casos en que se ha llevado a la práctica si bien los modelos difieren en otros aspectos como el carácter temporal o definitivo de la transmisión de los activos y la utilización de un único vehículo o varios, entre otros.



medianas empresas, de préstamos o créditos garantizados con hipotecas residenciales y de cualesquiera otros activos diferentes a los relacionados con el sector inmobiliario. En definitiva, puede haber activos objeto de transmisión vinculados y otros ajenos a las financiaciones inmobiliarias, de naturaleza diversa (por ejemplo, créditos, participaciones, acciones –incluso de sociedades cotizadas–, acciones de las sociedades de gestión si se hubieran creado éstas, empresas e inmuebles) y, entre los inmuebles, el grado de madurez puede diferir (por ejemplo, terrenos pendientes de urbanización, promociones terminadas) y pueden pertenecer a distintos sectores (residencial, terciario, segunda mano).

- En este sentido, la opción de crear una sociedad anónima única a la que se aportarán toda esa variedad de activos para su gestión, puesta en valor y realización no parece muy acertada pues ni los gestores ni las estructuras empresariales apropiados para administrar ciertos activos lo son para desarrollar o gestionar otros. Menos parece serlo la expectativa de que inversores institucionales especializados en un tipo de activo (por ejemplo, oficinas para arrendar) adquieran participaciones en el capital de una sociedad cuyos resultados puedan depender de la evolución de un conjunto variopinto de activos, algunos de los cuales pertenecerán a categorías ajenas a su especialización y en los que, incluso, por limitaciones legales, razones de política de inversión, concentración de riesgos u otras, no podrían invertir. Teniendo en cuenta estas dificultades y el requisito de que en ningún caso la participación pública sea igual o superior al 50% del capital de la Sociedad de Gestión, en la Ley y el RD1559/2012 se han arbitrado ciertas soluciones que a día de hoy es difícil saber si serán suficientes<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> De hecho, la previsión de que el Fondo de Garantía de Depósitos y las entidades de crédito entre otros, puedan adquirir la condición de accionistas y las limitaciones a la participación pública en la sociedad de Gestión hacen temer que el FOGADE y las entidades de crédito españolas que no han precisado el apoyo del FROB acaben asumiendo una participación en una cartera de activos tóxicos.

- Una de las vías que en la Ley parecen encaminadas a paliar los problemas mencionados consiste en agrupar activos y pasivos que constituirán patrimonios separados carentes de personalidad jurídica, aunque puedan ser titulares de derechos y obligaciones<sup>18</sup>. Según el apartado 2 de la Disposición Adicional Décima de la Ley, estas entidades adaptarán su régimen jurídico a la Ley y su normativa de desarrollo y, subsidiariamente, a la regulación de sociedades y fondos de capital riesgo, fondos de titulización de activos y de titulización hipotecaria, así como de instituciones de inversión colectiva<sup>19</sup>, en cuanto resulte de aplicación, pero sin que, en ningún caso, sean de aplicación las normas sobre composición cuantitativa o cualitativa del activo o del pasivo que puedan ser de aplicación a otras entidades semejantes.

- Como es sabido, la estructura de las sociedades y los fondos de capital riesgo y los fondos de titulización o titulización hipotecaria en España consiste en unos fondos sin personalidad jurídica o una sociedad que son gestionados por una sociedad gestora, pero sin que ésta última sea, en ningún momento, titular de los activos que corresponden a los fondos o sociedades gestionados por ella<sup>20</sup>. En ese sentido a pesar de las referencias a dichos entes (cuya regulación será aplicable subsidiariamente) la estructura que parece

---

<sup>18</sup> Como es sabido, el ordenamiento español se basa en los principios de unidad del patrimonio y responsabilidad universal de éste tal y como se refleja en el artículo 1911 del Código Civil. Dicho en otros términos, una persona física o jurídica no puede crear fondos separados afectos cada uno de ellos a una actividad de cuyas obligaciones responde únicamente. Nada impide que se establezcan legalmente excepciones a dicha regla como se previó en Italia para las sociedades anónimas en una reforma que entró en vigor el 1 de enero de 2004 o para ciertas sociedades como acontece en España con las SICAVs, pero sí es importante que la regulación sea completa pues, en otro caso, resulta muy difícil completar las lagunas al no existir principios o reglas que puedan aplicarse analógicamente. Respecto a la reforma de la ley italiana, ver GARCÍA, Eduardo «Nuevas oportunidades para la segregación de activos en Italia», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 93, mayo 2004.

<sup>19</sup> Este inciso no existía en el RDL y se ha añadido, acertadamente, en la Ley.

<sup>20</sup> La normativa tampoco prevé que las sociedades y fondos de capital riesgo ni los fondos de titulización de activos o fondos de titulización hipotecaria puedan agrupar los activos y pasivos en compartimentos separados.



inspirar a la Sociedad de Gestión y los patrimonios separados que cuelgan de ella se asemeja más a una SICAV con diferentes compartimentos<sup>21</sup>. Esta estructura permitiría, si así lo desea, a cada inversor en la sociedad de gestión tomar riesgo sólo de una tipología de activos concentrada en un compartimento. La experiencia en ordenamientos extranjeros muestra, sin embargo, que la política de inversión de la SICAV es común y que las diferencias entre los diferentes compartimentos son más bien de matiz por lo que existe un cierto grado de homogeneidad entre los activos en los que invierte y ésta no parece que vaya a ser la situación en la Sociedad de Gestión en la que el único nexo común que se percibe es que van a ser activos deteriorados procedentes de entidades de crédito españolas mayoritariamente participadas por el FROB o que, a juicio del Banco de España, vayan a requerir la apertura de un proceso de reestructuración o de resolución.

- Otra de las vías por las que se ha intentado paliar las deficiencias que presentaba la concepción inicial de las sociedades de gestión consiste en la posibilidad, prevista en el apartado 6 de la Disposición Adicional Séptima, de que, si la adecuada gestión de la Sociedad de Gestión así lo hiciera conveniente, el FROB pueda constituir una sociedad gestora cuyo objeto consistirá en la gestión y administración del patrimonio de la Sociedad de Gestión, a la que representará, en su caso, en las operaciones de su tráfico ordinario, con vistas a la realización de dicho patrimonio en las mejores condiciones posibles. Dado que una única sociedad gestora (con un consejo único, unos procedimientos, métodos y políticas únicos) presumiblemente no resultará idónea para gestionar un conjunto heteróclito de activos, el apartado 4 de la Disposición Adicional Décima esta-

blece que necesariamente la gestión de los FAB habrá de encomendarse a sociedades gestoras de titulización de activos que adapten su régimen jurídico a lo previsto en la Ley.

- La transmisión de los activos de las entidades de crédito a la Sociedad de Gestión se realizará mediante cualquier clase de negocio jurídico sin necesidad de obtener el consentimiento de terceros y sin tener que cumplir los requisitos de procedimiento exigidos en materia de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Con carácter previo a la transmisión, el FROB podrá requerir a la entidad de crédito transmitente que agrupe los activos en una sociedad (la opción de las sociedades de gestión sería una posibilidad obvia), en cuyo caso obviamente se transmitirían las acciones o participaciones, o que realice sobre ellos cualquier clase de operación que facilite la transmisión.

- Asimismo, con carácter previo a la transmisión, la entidad de crédito realizará los ajustes de valoración de los activos a transmitir según los criterios que se determinen reglamentariamente<sup>22</sup> y el Banco de España determinará el valor de los activos sobre la base de los informes de valoración encargados a uno o varios expertos independientes, siguiendo metodologías comúnmente aceptadas que deberán ser coherentes y adecuadas para proporcionar una estimación realista de los activos, primando el uso de datos observables y limitando los no observables tanto como sea posible. El procedimiento será coherente con el procedimiento de valoración al que se refiere el artículo 5 de la Ley y que desarrollará el FROB y sustituirá a la valoración realizada por un experto independiente a los efectos de lo dispuesto en la Ley de Sociedades de Capital (por ejemplo, en el caso de suscripción de acciones mediante una aportación no dineraria).

- Según el apartado 4 del artículo 36 de la Ley, la transmisión de activos a la Sociedad de Gestión estará sujeta a una serie de exenciones respecto a las normas aplicables con carácter

<sup>20</sup> Esta figura se regula, en el artículo 9 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y en el artículo 6 del RD 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. El RD 1559/2012 dedica los artículos 29 a 47 a precisar el régimen jurídico de los llamados Fondos de Activos Bancarios («FAB»).

<sup>21</sup> El RD 1559/2012 prevé los criterios para realizar los ajustes de valoración de los activos.



general a los negocios jurídicos en que puede concretarse la transmisión. En concreto, se prevé que:

(a) La transmisión no podrá, en ningún caso, ser objeto de rescisión por aplicación de las acciones de reintegración de la legislación concursal.

(b) El deudor de un crédito litigioso que se transmita a la Sociedad de Gestión no podrá extinguirlo reembolsando a la Sociedad de Gestión el precio que pagó por el crédito, las costas que se le hubiesen ocasionado y los intereses del precio desde el día en que fue satisfecho, según permite el artículo 1.535 del Código Civil.

(c) La sociedad adquirente (en principio, se debe pensar que este supuesto se refiere a la Sociedad de Gestión exclusivamente, aunque no cabe excluir que no se la mencione para englobar a otros posibles adquirentes intermedios o posteriores) no quedará obligada a formular una oferta pública de adquisición con arreglo a la normativa sobre mercado de valores.

(d) La transmisión no constituirá un supuesto de sucesión o extensión de la responsabilidad tributaria o de la Seguridad Social excepto en el caso de sucesión de empresa conforme a lo previsto en el artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores.

(e) En el caso de producirse la transmisión, la Sociedad de Gestión no será responsable de las obligaciones tributarias devengadas con anterioridad a dicha transmisión derivadas de la titularidad, explotación o gestión de los activos de que se trate por la entidad transmitente.

(f) En caso de que se aporten derechos de crédito a la sociedad de gestión de activos, la entidad de crédito no responderá de la solvencia del correspondiente deudor, y en caso de que la transmisión se lleve a cabo mediante operaciones de segregación o escisión, no resultará aplicable lo dispuesto en el art. 80 de la Ley 3/2009 de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles.

## Instrumentos de apoyo financiero

Uno de los pilares fundamentales en que se apoyan las medidas de restructuración o resolución bancaria es el apoyo financiero y, más concretamente, el apoyo con fondos de origen público.

En el marco de un proceso de restructuración o en el de resolución, el FROB podrá adoptar instrumentos de apoyo financiero que puedan consistir en:

- El otorgamiento de garantías.
- La concesión de préstamos o créditos.
- La adquisición de activos o pasivos.
- La recapitalización.

Dependiendo de si el proceso es de restructuración o resolución, el FROB podrá adoptar los anteriores instrumentos respecto a la entidad, las entidades de su grupo, el adquirente, un banco puente o una sociedad de gestión de activos. La utilización por el FROB de estos instrumentos no reducirá las pérdidas derivadas de la restructuración o resolución que corresponde soportar a los accionistas, cuota partícipes o socios y acreedores subordinados. Por su parte, los créditos del FROB tendrán la consideración de privilegiados a los efectos de la Ley Concursal. En el caso de que los apoyos financieros se instrumenten a través de la recapitalización de la entidad, el FROB podrá suscribir acciones ordinarias o realizar aportaciones al capital social o suscribir instrumentos convertibles en los anteriores.

De los anteriores instrumentos, son, sin duda, los instrumentos de recapitalización los que presentan mayores particularidades y requieren una regulación más detallada.

El primer aspecto que conviene destacar es que el precio de suscripción, adquisición o conversión de los instrumentos de recapitalización se fijará aplicando al valor económico de la entidad, el descuento que resulte aplicable conforme a la normativa de la Unión Europea en materia de competencia y ayudas de Estado<sup>23</sup>.

<sup>23</sup> La norma básica en esta materia la constituye el artículo 107 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea («TFUE») que establece en su apartado 1 que son incompatibles con el mercado interior las ayudas otorgadas

La fijación de precio se realizará previo informe de la Intervención General de la Administración del Estado y su pago podrá realizarse en efectivo, mediante la entrega de valores (deuda pública, valores emitidos por el FROB, por la Facilidad Europea de Estabilización Financiera o por el Mecanismo Europeo de Estabilidad) o mediante compensación de créditos que el FROB pueda tener frente a la entidad de crédito afectada.

Con anterioridad a la adquisición por el FROB de acciones ordinarias o la realización de aportaciones al capital social, la entidad deberá adoptar las medidas necesarias para que dicha adquisición o aportación suponga una participación en su capital social que se ajuste al valor económico de la entidad resultante del proceso de valoración. Indudablemente, esta previsión es

---

por los Estados miembros bajo cualquier forma que afecten a los intercambios comunitarios falseen o amenacen con falsear la competencia y otorguen una ventaja económica a determinadas empresas o producciones. El apartado 3 del artículo 107 del TFUE prevé que podrán ser compatibles con el mercado interior ciertas ayudas en determinadas circunstancias. En base a este apartado se han adoptado varios reglamentos de exención siempre que se cumplan los requisitos previstos en los mismos. Asimismo, tampoco será necesaria la exención si la ayuda es por un importe limitado. Si la ayuda no es autorizada por un Reglamento de exención, el TFUE establece la obligación de solicitar de la Comisión Europea su autorización para todas las ayudas nuevas con carácter previo a su ejecución pues de lo contrario, serían ilegales. Una vez notificadas, la Comisión Europea podrá declararlas compatibles si cumplen los requisitos del artículo 107.3 del TFUE. La letra (b) de este apartado prevé que podrán ser compatibles las ayudas destinadas a poner remedio a una grave perturbación en la economía de un Estado miembro y ésta constituye la base legal de los regímenes de ayudas y ayudas individuales adoptadas en el marco de la crisis financiera. La Comisión Europea ha publicado varias comunicaciones sobre sus criterios en relación con este tipo de ayudas y, en concreto, la Comunicación de la Comisión sobre la recapitalización de las instituciones financieras en la crisis financiera actual; limitación de las ayudas al mínimo necesario y salvaguardias contra los falseamientos indebidos de la Competencia (2009/C 10/03), (la «Comunicación de Recapitalización»). La Comunicación de Recapitalización no prevé ningún tipo de descuento para el precio de suscripción, adquisición o conversión de los instrumentos de recapitalización, pero sí horquillas de porcentajes en los que debería situarse la tasa de retorno que debe exigir el Estado. Aunque en la autorización específica respecto a una medida de recapitalización, la Comisión Europea puede imponer la obligación de aplicar un determinado descuento, debe entenderse la previsión del artículo 30 del RDL como una referencia genérica a las normas y principios aplicables en materia de competencia y ayudas de Estado.

muy útil a fin de asegurar que se realizan las modificaciones estatutarias (por ejemplo, reducciones de capital social, operaciones acordeón) o de otra índole necesarias para lograr la correlación entre el valor ajustado de la entidad y la participación del FROB.

En el momento de la adopción del acuerdo de emisión de instrumentos convertibles en acciones ordinarias o aportaciones al capital social, la entidad de crédito deberá aprobar los acuerdos necesarios para la ampliación de capital o la suscripción de aportaciones al capital en la cuantía necesaria. La entidad deberá comprometerse a recomprar o amortizar los instrumentos suscritos o adquiridos por el FROB tan pronto como esté en condiciones de hacerlo y, en todo caso, en un plazo no superior a cinco años. El acuerdo de emisión deberá, además, prever la convertibilidad de los títulos por decisión unilateral del FROB, si antes del transcurso de dicho plazo el FROB, previo informe del Banco de España, considera improbable que su recompra o amortización pueda llevarse a cabo en ese plazo.

A la suscripción o adquisición por parte del FROB de los instrumentos de recapitalización se les aplica un régimen especial, como hemos visto en relación con la transmisión del negocio de la entidad en resolución a un tercero: inaplicación de limitaciones estatutarias a los derechos de asistencia a las juntas, y voto, a la adquisición de aportaciones al capital social de las cooperativas de crédito, a la computabilidad de los recursos propios y del capital principal o, en general, en relación con los requisitos de solvencia, así como exención de la obligación de lanzar una OPA.

Para los casos en que se acuerde la supresión del derecho de suscripción preferente de los accionistas, se exime del requisito de obtención del informe del auditor de cuentas. Igualmente, se suprime la obligación de que el auditor de cuentas realice un informe sobre las bases y modalidades de la conversión en el caso de emisión de instrumentos convertibles en acciones ordinarias o aportaciones al capital social.

A fin de llevar a cabo las medidas necesarias para la recapitalización, resulta necesaria la



adopción de ciertos acuerdos por las juntas o asambleas generales de las entidades afectadas. La efectividad, por tanto, de las previsiones normativas, requerirán de la colaboración de los accionistas. El apartado 20 del Memorándum de Entendimiento exigió que España estableciera normas legales para la supresión de los derechos de los accionistas en los procedimientos de resolución.

En cumplimiento de este compromiso, el artículo 63 c) de la Ley otorga al FROB las facultades que la legislación mercantil confiere con carácter general a la junta o asamblea, pero, exclusivamente, en dos supuestos: en los casos en que ésta obstaculice o rechace la adopción de los acuerdos necesarios para llevar a efecto las medidas de reestructuración o de resolución o en supuestos de extraordinaria urgencia.

Si bien el anterior artículo parece prever que, con carácter general, no se prescindirá de la voluntad de los accionistas para la adopción de los acuerdos correspondientes, lo cierto es que el tenor de otros artículos de la Ley conlleva una importante matización a esta afirmación<sup>24</sup>. Estas limitaciones son dudosamente compatibles con el Derecho Comunitario en vigor como se indica más adelante.

Los instrumentos de recapitalización tienen vocación de temporalidad con un plazo que, en principio, no debe superar los cinco años. Así en el caso de las acciones ordinarias o aportaciones al capital social se prevé que la desinversión se realizará por el FROB mediante su enajenación a través de procedimientos que aseguren la competencia. El FROB podrá, en todo caso, adoptar cualquiera de los instrumentos de apoyo financiero para apoyar el procedimiento competitivo de desinversión (por ejemplo, financiación para el adquirente, otorgamiento de garantías, etc.). Igualmente, el FROB podrá concurrir con algu-

no de los socios o accionistas a los eventuales procesos de venta en los mismos términos que éstos puedan concertar.

En el caso de que los instrumentos convertibles en acciones o aportaciones al capital social no hubieran sido recomprados o amortizados en el plazo de cinco años, el FROB podrá solicitar su conversión. El plazo de cinco años antes mencionado puede extenderse por dos años más si, como consecuencia de la evolución económico financiera de la entidad o de las condiciones de los mercados, no pudieran cumplirse los objetivos previstos en el plan de actuación, reestructuración o resolución.

La entidad y sus accionistas adoptarán los acuerdos y realizarán las actuaciones necesarias (transmisiones de acciones o aportaciones o reducción de capital, ya sea por compensación de pérdidas, constitución o incremento de reservas o devolución de aportaciones) para asegurar que la conversión se realiza en condiciones de mercado y competencia y de acuerdo con el valor económico de la entidad.

### La gestión de instrumentos híbridos

La Ley en su artículo 39 engloba dentro de esta categoría a las participaciones preferentes, obligaciones convertibles, bonos y obligaciones subordinadas o cualquier otra financiación subordinada, con o sin vencimiento, obtenida por la entidad de crédito de forma directa o indirecta.

A nivel de los principios que deben enmarcar la gestión de estos instrumentos, la Ley obliga en primer lugar a las entidades afectadas por un procedimiento de reestructuración o resolución a incluir en su plan acciones encaminadas a trasladar a los titulares de estos valores o derechos los costes de la reestructuración o resolución.

Esto es, si recordamos los principios enunciados en el apartado 2, los planes de reestructuración deberán asegurarse de que los titulares de estos instrumentos «padezcan» las consecuencias

<sup>24</sup> Así el artículo 65 de la Ley establece que la ejecución de los actos administrativos dictados por el FROB para la aplicación de ciertos instrumentos, así como los adoptados al amparo del artículo 63.c) no estarán sujetos a, entre otros trámites, la notificación por parte de la junta o asamblea general a los accionistas, obligacionistas, cuota partícipes, etc

de la reestructuración en mayor medida que los acreedores ordinarios de la entidad<sup>25</sup>.

Las medidas de «gestión»<sup>26</sup> podrán consistir, sin que esta enunciación sea *numerus clausus*, en<sup>27</sup>:

a) Canjes por instrumentos de capital (acciones, cuotas participativas o aportaciones de capital).

b) Ofertas de recompra de valores, que podrán condicionarse a la reinversión del efectivo en instrumentos de capital o cualquier otro producto bancario.

c) Reducción del valor nominal de la deuda.

d) Amortización anticipada a valor distinto de capital.

Básicamente estas medidas de «gestión» se concretan por tanto, de manera enunciativa, en una propuesta de acuerdo de capitalización o una quita, sin más limitación que la obligación contenida en el apartado 3 del artículo 39 de tener en cuenta el distinto orden de prelación de las emisiones.

Esta propuesta, en una primera instancia, precisa de la aceptación voluntaria de los afectados para su implementación.

Sin embargo, según la Ley cuando estas acciones «no alcancen un adecuado reparto de los costes», entonces corresponderá al FROB adoptarlas. La redacción contenida en el artículo 40 como presupuesto de la intervención del FROB es muy poco precisa y concurre además con el redactado del artículo 43, que condiciona la intervención del FROB a que este aprecie, a su discreción, que la misma es necesaria para:

<sup>25</sup> Y todavía en mayor medida que los contribuyentes cuyos impuestos solo deberían utilizarse para dar apoyo financiero a la entidad de crédito una vez que se hubieran agotado las contribuciones de los socios y de los titulares de instrumentos híbridos a fin de reducir el llamado riesgo moral o «moral hazard».

<sup>26</sup> Si según confiesa la propia Ley esta es una norma que constituye un neologismo (resolución) en su eje central, nosotros aquí nos atrevemos a decir que no se queda manca en el apartado «eufemismos».

<sup>27</sup> Además, estas medidas, según el segundo párrafo del apartado 2 del artículo 40 de la Ley podrán ir acompañadas de modificaciones en los términos y condiciones de los términos de la emisión, incluyendo el carácter discrecional del pago de la remuneración.

a) Asegurar un reparto adecuado de los costes de la reestructuración o la resolución de las entidades de crédito, conforme a la normativa en materia de ayudas de Estado de la Unión Europea y tratando de minimizar el uso de recursos públicos; o

b) Preservar o restaurar la posición financiera de las entidades que reciban apoyo financiero del FROB.

En otras palabras, si el plan de reestructuración, a juicio del FROB ha tratado con demasiada tibieza a los tenedores de instrumentos híbridos, o éstos no han aceptado el plan propuesto, poniendo en riesgo en opinión del FROB la integridad de los principios anteriores, entonces es el FROB el que impone las medidas de gestión en forma de acto administrativo.

Y decimos impone, por que las medidas de gestión adoptadas por el FROB son vinculantes para las entidades de crédito afectadas, las entidades participadas por estas que hubieran emitido los instrumentos y sobre todo, para los titulares de los mismos.

En el ejercicio de esta potestad discrecional, el FROB puede adoptar cualquier medida en relación con los instrumentos híbridos, sin más limitación que:

- la obligación de respetar el distinto orden de prelación que puedan tener entre sí esas emisiones;
- no imputar más pérdidas, proporcionalmente, a los titulares con mejor rango que otros;
- la obligación de que los inversores reciban un importe no inferior al que hubieran recibido en caso de liquidación de la entidad en el marco de un proceso concursal.
- Como decimos se trata de una potestad discrecional, si bien el artículo 45 de la Ley ha establecido los criterios que debe considerar el FROB para juzgar lo oportuno de su intervención. En este sentido, de acuerdo con dicho artículo 45, corresponde al FROB valorar, básicamente:
  - la viabilidad de la entidad sin ayudas;



- la capacidad actual o futura de la entidad de captar recursos propios en el mercado;
- la probabilidad de éxito de una acción de gestión emprendida por la propia entidad, atendiendo a la necesidad de que los inversores acepten voluntariamente la medida;
- el valor de mercado del instrumento y el importe que los inversores recibirían en caso de liquidación vía procedimiento concursal;
- la magnitud de las ayudas que precisaría la entidad y la magnitud de los activos ponderados por riesgo de la entidad.

Estamos seguros de que el lector menos avanzado advertirá rápidamente la dificultad de algunas de las consideraciones a realizar por el FROB. En definitiva el FROB se ve abocado a determinar en un escenario de crisis cuán probable es que la entidad no sea susceptible de superar la situación por sus propios medios. Si el análisis del FROB puede llegar a ser de una dificultad extrema, sobre todo en situaciones donde el desequilibrio financiero de la entidad afectada no sea abrumador, es preciso llamar la atención sobre lo perverso que puede volverse el sistema para los titulares de instrumentos híbridos que vean expropiados sus derechos por el FROB.

Este último inciso nos lleva a comentar cómo la Ley articula la protección de los titulares de instrumentos híbridos afectados por actos del FROB.

La Ley deja expedita para ellos la vía contencioso-administrativa. Esto significa que los titulares de estos instrumentos podrán discutir si se han cumplido los requisitos de legalidad, si se han excedido los límites previstos en la norma, si el acto no ha sido motivado o no es razonable, si ha sido arbitrario y una serie de aspectos que la jurisprudencia considera susceptibles de revisión judicial en relación con los actos discrecionales de la administración pero, probablemente, no se entrará a valorar la oportunidad de la medida impuesta.

En este sentido, debemos hacer algunas precisiones relevantes. En primer lugar la relacionada con la procedencia u oportunidad de la actuación

del FROB. Si comentábamos la dificultad que para el FROB puede suponer en determinadas circunstancias determinar la procedencia de su actuación por cuanto se trata de un juicio de probabilidad a futuro sobre una situación incierta y compleja que puede evolucionar de manera diversa atendiendo a factores exógenos a la entidad, no se nos puede escapar la dificultad del pleito para los titulares de instrumentos híbridos quienes para discutir la procedencia de la medida deberán ser capaces de demostrar que ese juicio de probabilidades futuras que el FROB debe realizar antes de adoptar las medidas de gestión descritas es erróneo, o en otras palabras, que la entidad habría sido capaz de revertir la situación por sus propios medios.

Lo mismo cabe decir del alcance de estas medidas. Cómo discutir el valor de una participación en liquidación, cuando dependerá del valor otorgado en ese momento por el mercado a los activos en liquidación.

Por último, advertir además que para cuando todos esos procedimientos se concluyan, hará mucho tiempo que la entidad en cuestión habrá cambiado radicalmente de fisonomía, si subsiste, por lo que será imposible prácticamente en todos los casos restablecer la situación. Esto es, desde el principio los afectados sabrán que sólo están pleiteando por una indemnización. Y de eso también se ocupa la Ley que establece que la indemnización máxima a la que podrán optar los afectados se determinará por la diferencia entre el importe del daño y el valor de la pérdida que éstos hubieran soportado en caso de que en el momento de adoptarse el acto impugnado se hubiera producido la liquidación de la entidad en el marco de un procedimiento concursal. El panorama para los afectados será cuanto menos desalentador.

En definitiva, aún cuando es evidente la dificultad del ejercicio llevado a cabo por el legislador español en este punto, en un entorno de urgente necesidad de hacer frente a los compromisos impuestos por el Memorándum de Entendimiento, debemos criticar la falta de concreción de una normativa, que no por menos bieninten-



cionada en los objetivos que persigue, no deja de ser una norma expropiadora de derechos y por tanto que debe quedar en su aplicación bajo el control efectivo del poder judicial. Y basta una primera lectura de la misma para que surjan enormes dudas sobre el cumplimiento de esta premisa fundamental.

### **La celeridad en la adopción de medidas de reestructuración o resolución, su eficacia y el mantenimiento de las funciones esenciales de las entidades de crédito sujetas a medidas de reestructuración o resolución**

Como indica la Exposición de Motivos de la Propuesta de Directiva, uno de los objetivos que debe perseguir el marco normativo para la gestión de la crisis del sector bancario es permitir actuar con rapidez y determinación<sup>28</sup>. Los procedimientos de insolvencia son muy largos y, en el caso de la reorganización, requieren acuerdos y negociaciones complejos con los acreedores. El transcurso del tiempo va acompañado de un deterioro constante de la situación del banco y, en ocasiones, de la paralización de sus actividades. En la Ley, claramente imbuida por este objetivo, se contemplan una serie de medidas algunas ya mencionadas y otras que se agrupan en este apartado que persiguen dar respuestas rápidas, eficaces y que conserven al banco como una empresa en funcionamiento aunque ello pueda ir en detrimento de otros principios e intereses protegidos jurídicamente.

<sup>28</sup> Como se ha dicho «In bank resolution, time is of essence. Resolution needs to be triggered earlier than under corporate insolvency law, before balance sheet insolvency of the bank and the resolution authority needs to be competent to trigger this process». Es más, como indica la FSA, las entidades de crédito deben haber proporcionado a las autoridades información y análisis en el «Resolution pack» (también conocido como *living will*) para permitirles a éstas tomar decisiones y adoptar medidas en un corto plazo de tiempo, como por ejemplo «over a resolution week-end». Ver ATTINGER, Dr. Barbara Jeanne, «Crisis Management and bank resolution. Quo Vadis, Europe?» en *Legal Working Paper Series*, n.º 13, December 2011, European Central Bank p. 8; FSA *Recovery and Resolution Plans*, CP 11/16, August 2011, p. 9.

#### (a) Medidas de urgencia.

El artículo 68 de la Ley indica que, por razones de urgencia y a efectos de garantizar los objetivos previstos en el artículo 3, el FROB podrá acordar la venta del negocio de la entidad o la transmisión de activos y pasivos de la entidad a un banco puente antes de la aprobación del plan de reestructuración o resolución, así como aportar instrumentos de apoyo financiero y proporcionar liquidez a la entidad. La ejecución de estas medidas deberá ser aprobada por el Banco de España.

Esta previsión no es baladí si se tiene en cuenta cuáles son los plazos previstos en la Ley para la aprobación del plan de resolución. En efecto, tras la apertura del proceso de resolución se nombrará al FROB administrador de la entidad (si no lo fuera ya)<sup>29</sup> y, a partir de ese momento, empieza a correr el plazo de dos meses para la elaboración del plan de resolución por el FROB, pudiendo ampliarse el plazo hasta 6 meses. A continuación, si se trata de la resolución de una caja de ahorros o, en su caso, de una cooperativa de crédito que no sea de ámbito estatal, el Banco de España deberá informar a la Comunidad Autónoma en que la entidad tenga su domicilio para que emita un informe en el plazo de diez días. Posteriormente, el Banco de España valorará el plan en el marco de sus competencias, aprobándolo en su caso. Es decir, que un cálculo optimista podría ser que el plan de resolución se aprobara en un plazo de tres meses desde el inicio del proceso de resolución.

Por razones de urgencia, también, podrá el FROB emplear un procedimiento de estimación del valor económico de la entidad en el que no se recaben informes de expertos independientes. Como hemos visto en el apartado 5 anterior, la utilización de un procedimiento competitivo para la selección del tercero al que se va a transmitir el negocio de la entidad de crédito puede también obviarse por motivos de urgencia. La ausencia de una valoración de la entidad por

<sup>29</sup> La Ley permite con carácter excepcional no sustituir al órgano de administración de la entidad en resolución.



expertos, y de un procedimiento de venta competitivo y transparente indudablemente hará difícil calibrar si la oferta y las condiciones de venta son condiciones de mercado.

(b) Carácter ejecutivo de las medidas adoptadas por el FROB.

A fin de dotar de una mayor agilidad y eficacia a las medidas de reestructuración y de resolución, los actos administrativos adoptados por el FROB, así como las facultades mercantiles que la legislación confiere con carácter general a la junta o asamblea general y que el FROB ejerza a tenor de lo previsto en el artículo 63.c) de la Ley tendrán carácter ejecutivo. Estos actos y facultades no estarán sujetos a la aprobación, ratificación, consentimiento, no oposición o cualquier otro trámite o requisito, incluyendo la notificación, por parte de la junta o la asamblea general a los accionistas de la entidad, obligacionistas, cuota-partícipes, acreedores, deudores, contrapartes o cualesquiera otros terceros o autoridades. Dichos actos y facultades serán inmediatamente eficaces desde su adopción y, con independencia de que el trámite o requisito correspondiente viniera exigido por la normativa vigente o por contrato.

La lista de requisitos y personas, como puede verse, es detallada y amplísima, finalizando con dos cajones de sastre a «cualquier otro trámite o requisito» y a «cualquiera otros terceros o autoridades» pretendiendo, previsiblemente, zanjar cualquier duda. Sin embargo, los términos de otros artículos de la Ley y la propia realidad<sup>30</sup> dejan entreabierto la posibilidad de que en ciertos casos haya que realizar el trámite de que se trate u obtener consentimientos de terceros antes de que el acto sea ejecutivo. Así, por ejemplo, el artículo 58.3 de la Ley prevé consultas previas con la autoridad de la Unión Europea responsable de la supervisión consolidada del grupo o conglomerado al que pertenezca la entidad. En el mismo sentido, el artículo 60 de la Ley se refiere a los procedimientos de autorización previstos

<sup>30</sup> A este respecto, ver los comentarios realizados en el apartado 5 de este capítulo.

en la normativa de la Unión Europea en materia de competencia y ayudas de Estado de los que se prescinde.

(c) Facultades de suspensión de contratos y garantías, protección de la actividad de las entidades de crédito en particular en relación con las operaciones financieras y los acuerdos de compensación contractual.

En el ámbito concursal es habitual que los ordenamientos establezcan medidas tendentes a asegurar que, al menos durante un tiempo, el deudor pueda continuar su actividad ordinaria, impidiendo que sus contratos terminen como consecuencia de la insolvencia e impidiendo las ejecuciones sobre algunos de sus bienes gravados. Fundamentalmente, son dos las finalidades que se persiguen con estas medidas: tratar de salvar la empresa, reorganizándola<sup>31</sup> y/o evitar la pérdida de valor que se produce cuando se liquidan elementos aislados en lugar de una empresa en funcionamiento<sup>32</sup>. Junto a las anteriores finalidades, la Ley persigue también asegurar la continuidad de unas actividades que se consideran esenciales para el funcionamiento de la economía y los mercados monetarios<sup>33</sup>, así como evitar el llamado riesgo sistémico que podría incrementarse en una situación de paralización total de las actividades de la entidad en resolución y liquidación apresurada de todos los activos dados por ella en garantía. Finalmente, se pretende facilitar la transmisión de la entidad de crédito, sus acti-

<sup>31</sup> Si el concursado se viera privado de los contratos, incluyendo las financiaciones, y de los bienes necesarios para desarrollar su actividad ordinaria, ésta debería paralizarse y se vería abocado a la liquidación.

<sup>32</sup> Es tradicional citar, como ejemplo del daño que producen las liquidaciones de activos aislados, el de las compañías americanas de ferrocarriles en las que la liquidación conllevó la venta de los raíles al peso.

<sup>33</sup> Se ha dicho que «Banks and other financial institutions provide essential banking functions (e.g. provision of credit, deposit taking, and operation of payment systems) on which the real economy and society as a whole depends. Consequently, these banking functions constitute a form of “public service”. El hecho de que los bancos proporcionen este servicio no les debe inmunizar frente a las consecuencias de su actividad. «The institutions should be allowed to fail while (only) the functions need to be preserved. In other words “banking is essential; banks are not”». Ver ATTINGER, Barbara Jane, «Crisis Management *loc.cit.*, p.7.



vos o ramas de negocio a potenciales adquirientes que podrían verse disuadidos si no se limitara la posibilidad de terminar los contratos o ejecutar garantías.

Ahora bien, si es cierto que las medidas adoptadas en sede concursal en España son semejantes a las que se adoptan en la Ley para asegurar la continuidad de la entidad en resolución, no es menos cierto que la intensidad y alcance de las adoptadas en una sede y otra varían notablemente, como veremos a continuación.

Con carácter general, el artículo 66 de la Ley establece que la adopción de cualquier medida de actuación temprana, reestructuración o resolución no constituirá por sí misma un supuesto de incumplimiento ni permitirá por sí misma a ninguna contraparte declarar el vencimiento o resolución anticipada de la correspondiente operación o contrato o instar la ejecución o la compensación de cualesquiera derechos u obligaciones que se deriven de la operación o del contrato, teniéndose por no puestas las cláusulas que así lo establezcan. Esta previsión, no impedirá la declaración o el vencimiento anticipado del contrato o la operación, en los términos previstos contractualmente, como consecuencia de un incumplimiento anterior o posterior a la adopción de las medidas y no vinculado necesariamente con las mismas.

Asimismo<sup>34</sup>, el FROB podrá, con carácter de acto administrativo, impedir o limitar la ejecución de garantías sobre cualquiera de los activos de la entidad por el periodo de tiempo limitado que considere necesario para alcanzar los objetivos de resolución.

---

<sup>34</sup> Artículo 70.2 de la Ley. Las principales diferencias respecto al régimen concursal es que cualquier bien y no solo los afectos a la actividad del deudor pueden ser objeto de la paralización de la ejecución de garantías mediante un acto del FROB, sin que exista una limitación legal a la duración del periodo limitado de tiempo durante el que se puede mantener. Debe tenerse en cuenta que el artículo 62.4 de la Propuesta de Directiva prevé que la Comisión Europea mediante actos delegados especificará el plazo durante el que puede restringirse la ejecución de determinadas categorías de garantías. Una vez que la directiva entre en vigor y la Comisión haya hecho uso de esta facultad, la discrecionalidad del FROB quedará reducida.

El FROB podrá suspender, también con carácter de acto administrativo, cualquier obligación de pago o entrega que se derive de cualquier contrato celebrado por la entidad por un plazo máximo que se inicia con la publicación del ejercicio de esta facultad hasta las cinco de la tarde del día hábil siguiente<sup>35</sup>. El FROB no podrá adoptar este acto respecto a los depósitos abiertos en la entidad.

Junto a las anteriores reglas, se adoptan unas especiales (de difícil interpretación conjunta) para las operaciones financieras y los acuerdos de compensación contractual a los que se refiere la sección 2ª del capítulo II del título I del Real Decreto-ley 5/2005<sup>36</sup> («**RDL 5/2005**»). Como es sabido, el artículo 16 del RDL 5/2005 establece que la declaración de vencimiento anticipado, resolución, ejecución o efecto equivalente del acuerdo de compensación contractual de las operaciones financieras<sup>37</sup> no podrá verse limitada restringida o afectada de cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa de una de las partes del acuerdo. Se prevé, asimismo, que, en los casos en que una de las partes se encuentre en una de esas situaciones, se incluirá como crédito o deuda de la parte incurso en dicha situación exclusivamente el importe neto de la operación u operaciones amparadas en el acuerdo de compensación contractual calculado conforme a las reglas previstas en dicho acuerdo. El RDL 5/2005 constituye una ley especial que permite en situaciones concursales la utilización de dos facultades

---

<sup>35</sup> Artículo 70.1 de la Ley.

<sup>36</sup> Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso de la productividad y la mejora de la contratación pública. El RDL 5/2005 traspone, entre otras, la Directiva 2002/47/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de junio de 2002 sobre acuerdos de garantía financiera.

<sup>37</sup> A los efectos del RDL 5/2005, se entiende por acuerdo de compensación contractual aquel por el que se crea una única obligación jurídica que abarque todas las operaciones financieras incluidas en dicho acuerdo, en virtud del cual, en caso de vencimiento anticipado, sólo podrá exigirse el saldo neto resultante. Las operaciones financieras incluibles en dicho acuerdo son las que se enumeran en el artículo 5 del RDL 5/2005 (por ejemplo, préstamo de valores, ciertas operaciones de derivados, repos, acuerdos de garantías financieras, etc.).



des: la resolución de un contrato y la compensación que, con carácter general, la Ley Concursal española no permite ejercitar a la contraparte del concursado una vez que se ha declarado el concurso<sup>38</sup>.

Pues bien, la Ley ha venido a modificar el régimen previsto en el RDL 5/2005 sin llegar a adoptar la postura prohibitiva que adopta con carácter general la Ley Concursal. En efecto, la Disposición Adicional Quinta.4 y los artículos 67 y 70 de la Ley vienen a establecer una paralización, en principio, temporal de los derechos a resolver y compensar las operaciones financieras y los acuerdos de compensación contractual, así como a ejecutar las garantías financieras. Desafortunadamente, los plazos durante los que resulta de aplicación esta suspensión resultan inciertos.

El artículo 70.3 de la Ley otorga al FROB el poder de suspender el derecho de las contrapartes a declarar el vencimiento o resolución anticipada, o a instar la ejecución o la compensación de cualesquiera derechos u obligaciones relacionados con las operaciones financieras y acuerdos de compensación contractual como consecuencia de la adopción de cualquier medida de resolución, reestructuración o actuación temprana, por un plazo máximo que se inicia con la publicación del ejercicio de esta facultad hasta las cinco de la tarde del día hábil siguiente<sup>39</sup>. Al finalizar dicho plazo, si los activos o pasivos a los que se refieren dichas operaciones financieras y acuerdos de compensación contractual han sido transmitidos a un tercero, la contraparte no podrá ejercitar dichas facultades si la transmisión se ha realizado de conformidad con los instrumentos de resolución. No obstante, la contraparte conserva su

derecho a ejercitar las facultades que tenía como consecuencia de un supuesto de incumplimiento anterior o posterior a la transmisión y no vinculado con ésta<sup>40</sup>. Como vemos, (i) el FROB puede utilizar estas facultades tanto en relación con las medidas de actuación temprana, como en relación a las de reestructuración o resolución; (ii) es necesaria la publicación de un acto administrativo del FROB; y (iii) el plazo de suspensión (si la transmisión no se realiza) es muy breve.

El artículo 67 de la Ley, prevé de manera un tanto innecesaria (pues eso ya lo dice el artículo 70.3)<sup>41</sup> que a las operaciones financieras y a los acuerdos de compensación contractual se les aplicará el artículo 70.3, asimismo –continúa este artículo, y esto sí es realmente importante– «resultará de aplicación a estas operaciones y acuerdos lo dispuesto en los párrafos 2 y 3 del artículo 70.3<sup>42</sup> *aunque el FROB no hubiera hecho uso de la facultad de suspensión* a la que se refiere este artículo». La adopción de instrumentos de resolución o el ejercicio de las facultades necesarias para ejecutar dichos instrumentos desde dicha apertura y hasta la ejecución del plan de resolución no constituirán por sí mismos un supuesto de incumplimiento ni permitirán por sí mismos a las contrapartes de los correspondientes operaciones y acuerdos declarar su vencimiento o resolución anticipada o instar su ejecución o la compensación de cualesquiera derechos u obligaciones realizados con dichas operaciones y acuerdos, salvo si finalmente la operación o acuerdo no es transmitido al adquirente o banco puente.

Es decir, en este artículo, se establece la *suspensión automática* de la facultad de terminar,

<sup>38</sup> El artículo 58 de la Ley Concursal prevé que declarado el concurso, no procederá la compensación de los créditos y deudas del concursado, pero producirá sus efectos la compensación cuyos requisitos hubieran existido con anterioridad a la declaración. En el caso de que el crédito recíproco del concursado se rija por un Derecho extranjero que permita la compensación en caso de concurso, el acreedor del concursado podrá ejercitar ésta, según el artículo 205 de la Ley Concursal.

<sup>39</sup> Aproximadamente, el período del «resolution week-end».

<sup>40</sup> Resulta incierto el alcance que se va a dar a esta referencia a un supuesto de incumplimiento «no vinculado con la transmisión»

<sup>41</sup> El artículo 67, con una sistemática peculiar, también prevé que operaciones mediante las que se implementen las medidas de resolución no serán rescindibles al amparo de lo previsto en el artículo 71 de la Ley Concursal.

<sup>42</sup> El párrafo 2 prevé que si se ha producido la transmisión, la contraparte no podrá resolver, instar la ejecución o compensar y el párrafo 3 establece que, sin perjuicio de lo anterior, la contraparte sí podrá resolver ejecutar o compensar por incumplimientos no vinculados con la transmisión.

compensar y ejecutar las operaciones financieras (que, como hemos visto, incluyen las garantías financieras<sup>43</sup>) y los acuerdos de compensación contractual por haberse adoptado instrumentos de resolución o las facultades necesarias para ejecutar dichos instrumentos. A diferencia del artículo 70 no incluye cualquier medida de reestructuración o actuación temprana<sup>44</sup>, no requiere la adopción de un acto administrativo por el FROB, ni su publicación y tiene un plazo de duración más extenso: hasta la ejecución del plan de resolución.

A la vista de lo previsto en ambos artículos, cabe preguntarse qué interés puede tener el FROB en adoptar y publicar un acto administrativo suspendiendo determinadas facultades por un periodo brevísimo de tiempo cuando dichas facultades ya están suspendidas *ex lege* por un plazo más amplio<sup>45</sup>. La primera diferencia es que el artículo 70 cubre también los casos de medidas de actuación temprana y de reestructuración. Teniendo en cuenta los antecedentes de este artículo<sup>46</sup>, la segunda diferencia es que el artículo 70 de la Ley parece pretender que el FROB pueda paralizar los derechos de terminar, ejecutar y compensar incluso aunque se haya producido un incumplimiento como, por ejemplo, el cambio de control derivado de la transmisión de la entidad de crédito que pudiera alegarse que

no quedaba cubierto por el artículo 67 que sólo paraliza estos derechos cuando el incumplimiento es la adopción de los instrumentos de resolución o el ejercicio de las facultades necesarias para ello *por sí mismos*.

El hecho de que las garantías financieras se califiquen en el artículo 5.2.a. del RDL 5/2005 como operaciones financieras conlleva, a su vez, la duda de si la facultad del FROB de suspender su ejecución, ex artículo 70 de la Ley, tiene un límite temporal previsto legalmente: hasta las 5.00 horas del día hábil siguiente a la publicación de este acto, como prevé el apartado 3 respecto a las operaciones financieras, o si el FROB puede discrecionalmente fijar el periodo de suspensión, como establece el apartado 2 en relación con la ejecución de las garantías.

#### **Otras cuestiones de difícil interpretación: aspectos transfronterizos y las dificultades derivadas de la trasposición de una Propuesta de Directiva**

Como se ha indicado al principio de estas páginas, España<sup>47</sup> por mor de las circunstancias ha copiado e introducido en su ordenamiento un texto que, previsiblemente, antes de su entrada en vigor sufrirá modificaciones, un texto que prevé su trasposición a todos los Estados miembros en un plazo todavía relativamente lejano<sup>48</sup>, que incluye modificaciones de un Reglamento<sup>49</sup> y de varias Directivas<sup>50</sup>, por ser algunas de las dis-

<sup>43</sup> La Disposición Adicional Quinta.4 también prevé que la implementación por el FROB o el Banco de España de las medidas previstas en la Ley no supondrá por sí misma un supuesto de ejecución de garantías financieras a los efectos previstos en el RDL 5/2005.

<sup>44</sup> Es posible que la omisión de referencias a estas medidas sea un mero olvido, o una copia mecánica del texto de la Propuesta de Directiva que, al utilizar el término definido «resolución», abarca también estas otras medidas. Sin embargo, teniendo en cuenta el carácter excepcional de lo previsto en la Ley no parece que deba hacerse una interpretación extensiva de los supuestos a los que se aplica este artículo.

<sup>45</sup> También en la Propuesta de Directiva coexiste una facultad de suspensión por la autoridad competente de hasta las 5.00 horas del día hábil siguiente a la publicación (artículo 63.1) y una suspensión *ex lege* (artículo 77).

<sup>46</sup> En efecto, el artículo 63.1 de la Propuesta de Directiva se inspira directamente en el Banking Act 2009 del Reino Unido en la que la finalidad del artículo correspondiente es proteger frente a los *event of default* derivados de la transmisión a un adquirente.

<sup>47</sup> Alemania y el Reino Unido habían introducido en sus legislaciones normas tendentes a asegurar la puesta en práctica de mecanismos de reestructuración y resolución semejantes a los previstos en la Propuesta de Directiva.

<sup>48</sup> El artículo 115 de la Propuesta de Directiva prevé que los Estados adoptarán y publicarán a más tardar el 31 de diciembre de 2014 las disposiciones necesarias para dar cumplimiento a la Directiva, que dichas disposiciones se aplicarán a partir del 1 de enero de 2015 excepto las adoptadas para cumplir con lo dispuesto en el Título IV, capítulo III, sección 5 que deberá aplicarse a partir del 1 de enero de 2018, a más tardar.

<sup>49</sup> Se trata del Reglamento (UE) nº 1093/2010.

<sup>50</sup> Son las Directivas 77/91/CEE y 82/891/CE del Consejo y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE y 2011/35/CE.



posiciones de la Propuesta de Directiva incompatibles con el tenor de dichas normas o, al menos, requerir su adaptación a la Propuesta de Directiva<sup>51</sup>, y que confiere competencias a la Comisión para adoptar actos delegados que ésta ejercerá también en el futuro.

Las anteriores consideraciones ponen de manifiesto la peculiar posición en que nos encontramos adoptando una norma acordada con el Eurogrupo, pero que resulta en ocasiones incompatible, en otras quizá sólo difícil de coordinar, con ciertas normas de origen comunitario que, hoy por hoy, están en vigor y que obligan al Estado español.

A este respecto, es interesante mencionar el precedente del asunto Pafitis<sup>52</sup> en el que el Tribunal de Justicia de la Unión Europea en las cuestiones prejudiciales planteadas por el *Polymeles Protodikeio Athinon* rechazó que el argumento del interés general utilizado por el Estado heleno pudiera justificar que los accionistas del banco *Trapeza Kentrikis Ellados, AE* («TKE») fueran privados de su derecho a decidir sobre la ampliación de capital de TKE acordado por el Gobernador del Banco de Grecia y de sus derechos de suscripción preferente.

El Tribunal de Justicia de la Unión Europea puso de manifiesto que la Segunda Directiva en materia de sociedades<sup>53</sup> no contempla excepciones a estos derechos como consecuencia de la adopción de medidas de reestructuración bancaria y que, por lo tanto, no cabían dichas excepciones.

La Propuesta de Directiva se cuida de dejar claro que sólo quedan eximidas del requisito de ser acordadas por los accionistas las ampliaciones de capital adoptadas como consecuencia de los instrumentos de reorganización o resolución pre-

vistos en la Propuesta de Directiva y no en las legislaciones nacionales.

No es previsible que la Comisión Europea inicie un procedimiento de incumplimiento contra el Estado español por haber incumplido sus obligaciones al cumplir los compromisos contenidos en el Memorandum de Entendimiento firmado por la propia Comisión Europea pues ello sería contrario a sus actos propios.

Cuál sería la postura del Tribunal de Justicia de la Unión Europea si se le planteara otra cuestión prejudicial semejante a la que resolvió en el caso Pafitis no parece tan fácil de determinar.

Por añadidura, debe tenerse en cuenta que los mercados financieros de la Unión Europea se caracterizan por un elevado grado de integración e interconexión, con entidades de crédito que operan en gran medida fuera de las fronteras de su Estado de origen y que numerosos contratos y operaciones suscritos por éstas se rigen por leyes y están sometidos a tribunales diversos. En este contexto que es precisamente el que justifica, a tenor del principio de subsidiariedad,<sup>54</sup> que la Unión Europea adopte medidas para armonizar los regímenes de resolución de entidades de crédito, se plantean cuestiones sobre la eficacia transfronteriza de la normativa promulgada por España en solitario y de las medidas que el FROB pueda ejecutar a su amparo.

Pues bien, en la Unión Europea, la eficacia de las medidas que pueda adoptar el FROB se garantiza a través de la Directiva 2001/24/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y liquidación de las entidades de crédito (la «**Directiva 2001/24**»)<sup>55</sup>. En efecto, la Directiva 2001/24 prevé que sólo las autoridades del Estado miembro de origen de la entidad de crédito que tenga sucursales o preste servicios en otros Estados miembros puedan iniciar procedimientos o

<sup>51</sup> En los considerandos (40), (41), (47), (50), (60), (86), (87), (88), (89), (90), (91) y (92), entre otros, de la Propuesta de Directiva se explican las razones por las que resulta necesario modificar el Reglamento y las Directivas mencionadas.

<sup>52</sup> Pafitis y otros, Sentencia del Tribunal de Justicia de 12 de mayo de 1996 en el asunto C-441/93.

<sup>53</sup> Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976.

<sup>54</sup> Ver considerandos (1) a (7) de la Propuesta de Directiva.

<sup>55</sup> La Directiva 2001/24 ha sido traspuesta en España por la Ley 6/2005, de 22 de abril, sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito.



adoptar medidas de saneamiento y liquidación<sup>56</sup>. Estas medidas se adoptarán de conformidad con las leyes y reglamentos del Estado de origen, salvo cuando así lo prevea la Directiva 2001/24 y estos procedimientos y medidas surtirán, sin más formalidades, todos sus efectos en los restantes Estados miembros, incluidos aquellos en los que estén situadas las sucursales, desde el mismo momento de su inicio o adopción por las autoridades del Estado miembro de origen<sup>57</sup>.

El artículo 5º de la Ley 6/2005 establecía que, a los efectos de dicha ley, la apertura del concurso tendría la consideración de medida de saneamiento y la apertura de la fase de liquidación del concurso tendría la consideración de procedimiento de liquidación en España. El apartado 3 de la Disposición Adicional Quinta de la Ley ha modificado esto, previendo que la aplicación de los instrumentos de resolución y las acciones de gestión de los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada por el FROB tendrán la consideración de medidas de saneamiento a efectos de lo dispuesto en la Ley 6/2005<sup>58</sup>.

<sup>56</sup> Es decir, las autoridades de los Estados miembros en los que la entidad de crédito tenga una sucursal no podrán iniciar un procedimiento o adoptar medidas de esta índole.

<sup>57</sup> Se trata de un régimen semejante al previsto con carácter general en el Reglamento (CE) 1346/2000 del Consejo, de 29 de mayo de 2000 sobre procedimientos de insolvencia (el «**Reglamento 1346/2000**»). Entre ambos textos existen, sin embargo, diferencias importantes tanto por su contenido como derivadas de la propia naturaleza de ambas normas. Así el Reglamento, directamente aplicable en todos los Estados miembros puede distribuir competencias, por ejemplo, el artículo 3.1 prevé que «tendrán competencia para abrir el procedimiento de insolvencia los tribunales del Estado miembro en cuyo territorio se sitúe el centro de los intereses principales del deudor...». Por el contrario, la Directiva, sujeta a trasposición por los Estados miembros da lugar a redacciones unilaterales como la del artículo 6º.1 de la Ley 6/2005: «Las autoridades judiciales españolas serán las únicas competentes para decidir la aplicación a una entidad de crédito española... de una medida de saneamiento o de un procedimiento de liquidación.»

<sup>58</sup> Teniendo en cuenta la naturaleza y efectos de algunas de las medidas que se pueden adoptar en el marco de la reestructuración (por ejemplo, apoyo financiero, transmisión de activos o pasivos a una sociedad de gestión de activos, paralización del ejercicio de ciertos derechos), parece que hubiera sido conveniente considerar los instrumentos de reestructuración también como medidas de saneamiento a efectos de la Ley 6/2005.

Ahora bien, a pesar del reconocimiento de estos dos tipos de medidas, la situación derivada de la ausencia de normas armonizadas a nivel de la Unión Europea hace que la reforma española se vea carente de apoyo en ciertos ámbitos. Así, mientras que la Directiva 2001/24 está centrada en las entidades de crédito individualmente consideradas que desarrollan su actividad directamente en libre prestación de servicios o a través de sucursales, las nuevas realidades requieren que se tome en consideración la existencia de grupos de entidades de crédito y de conglomerados financieros y que se den soluciones legales a nivel internacional<sup>59</sup> o, al menos, en nuestro caso a nivel de la Unión Europea<sup>60</sup>.

En este contexto, el artículo 58 de la Ley se limita, pues no puede hacer otra cosa, a otorgar competencias al FROB para participar en colegios de autoridades de resolución que puedan establecerse para asegurar la cooperación y coordinación con otras autoridades<sup>61</sup>. Asimismo, prevé que, en caso de resolución de entidades de

<sup>59</sup> Indica Dirk Schoenmaker como «The 2007-2009 crisis highlighted the lack of an effective management framework for cross-border financial institutions. While approaches differed from country to country, broadly speaking, authorities either used public money to bail out banks or they sought to ring-fence a bank's assets within their territory and apply national resolution tools focused at the level of the entity within their territory rather than at the level of the cross-border group». Asimismo señala que «The events surrounding the failures of Fortis, Lehman and the Icelandic banks in the 2007-2009 crisis illustrate how much damage the absence of an adequate cross-border resolution framework can do to the stability of the global banking system. By contrast, authorities reached a cooperative solution in the bailout of Dexia and the continuation of Western Bank operations in Central and Eastern Europe». Ver SHOENMAKER, Dirk «Bank Supervision and Resolution: The European Dimension» *DSF Policy Paper*, N.º 19, January 2012, p. 4.

<sup>60</sup> La Propuesta de Directiva regula esta materia, entre otros, en los artículos 80 a 83 y en los artículos 84 a 89 en relación con terceros países.

<sup>61</sup> Ciertamente en el Derecho administrativo es necesario otorgar competencias a una autoridad para cooperar pero esto por sí solo no es suficiente. Como indica Dirk Schoenmaker: «...it assumes that what is needed is to make sure that regulators can cooperate (by harmonising rules and agreeing on protocols), but it does nothing to assure that they will cooperate. Cooperation requires incentives, which in turn depend on who picks up the pieces if supervision fails to prevent failures». Ver SHOENMAKER, Dirk «Bank Supervision *loc.cit.*, p. 6.



crédito que pertenezcan a un grupo o conglomerado que opere en otros Estados de la Unión Europea y cuya supervisión consolidada no corresponda a las autoridades españolas, antes de declarar la apertura de un proceso de resolución, el Banco de España consultará a la autoridad responsable de dicha supervisión. En el mismo orden de ideas, cuando se adopten medidas de resolución respecto a entidades que pertenezcan a un grupo o conglomerado que opere en otros Estados de la Unión Europea, el FROB minimizará los efectos perjudiciales que eventualmente pudieran tener estas medidas en la estabilidad del sistema financiero de la Unión Europea y de los Estados miembros donde opera el grupo o conglomerado.

Desde la perspectiva de la ley aplicable, la Directiva 2001/24 y, por tanto, la Ley 6/2005 prevén, entre otras excepciones a la aplicación de la ley del Estado de origen de la entidad de crédito que los acuerdos de compensación contractual y de novación se registrarán exclusivamente por la ley aplicable al contrato que rijan dichos acuerdos y que los derechos reales de los acreedores o terceros sobre bienes pertenecientes a la entidad de crédito que en el momento de adopción de medidas de saneamiento o la incoación de un procedimiento de liquidación se encuentren en el territorio de otro Estado miembro no se verán afectados por dichos procedimientos o medidas. Obviamente, esto supone que la paralización del ejercicio de los derechos de terminación, compensación y ejecución que hemos mencionado anteriormente no serán aplicables si el acuerdo de compensación contractual se rige por un Derecho distinto al español que permite la terminación y compensación y/o los bienes dados en garantía están en otro país de la Unión Europea, respectivamente.

La Propuesta de Directiva no prevé la modificación de las reglas de conflicto de la Directiva 2001/24, ni tampoco la Ley lo prevé respecto a la Ley 6/2005. En el caso de la Propuesta de Directiva no es necesario modificar las reglas en el caso de los derechos reales, ni en el de los acuerdos de compensación sujetos al Derecho de un

Estado miembro<sup>62</sup>, pues al uniformizar los ordenamientos, el potencial de las normas de conflicto queda desactivado, máxime, cuando el artículo 59 se asegura la máxima colaboración de los Estados miembros para asegurar la efectividad de las medidas adoptadas por la autoridad de resolución. En el caso de la Ley, al no modificarse las normas de conflicto y no estar armonizado el Derecho material, la efectividad de lo previsto en sus artículos 67.3 y 70 puede quedar seriamente comprometida<sup>63</sup>.

Se trata de otra consecuencia perversa pero inevitable de la introducción prematura de las soluciones de la Propuesta de Directiva en el ordenamiento español. En efecto, pensamos que no cabía alterar las reglas de conflicto de la Ley 6/2005 que suponen la trasposición correcta de la Directiva 2001/24 al ordenamiento español y, además, tal alteración carecería de efectividad en la medida que los tribunales de otros Estados miembros continuaran aplicando las normas de conflicto vigentes en su Estado como consecuencia de la trasposición de la Directiva 2001/24.

## Conclusiones

Como se ha ido poniendo de relieve a lo largo de estas páginas, la Ley, al igual que la Propuesta de Directiva en que se inspira, fundamentalmente pretenden salvaguardar dos intereses generales: asegurar la continuidad de aquellas actividades

---

<sup>62</sup> La eficacia de cualquier limitación al ejercicio de los derechos de terminación y compensación en un contrato sujeto a Derecho y tribunales de un Estado tercero (por ejemplo, de Nueva York) dependerá de la postura que adopten esos tribunales en relación a las limitaciones previstas en la Propuesta de Directiva y, naturalmente, de las posibilidades que tenga la contraparte de lograr que la decisión de los tribunales se ejecute sobre los bienes de la entidad en resolución. Aquí, como en relación a otras medidas cabe utilizar un enfoque híbrido, es decir, la combinación de disposiciones normativas con cláusulas contractuales que las incorporen.

<sup>63</sup> Lo previsto en los artículos 67, 70.3 y Disposición Adicional Quinta de la Ley entendemos que es incompatible con la Directiva 2002/47/EC sobre acuerdos de compensación contractual y garantías financieras y, por tanto, si estos artículos se interpretan de conformidad con el Derecho de la Unión Europea, como preconiza la jurisprudencia del caso *Marleasing*, quedaría sin efecto.



cuya interrupción podría perturbar la economía o el sistema financiero y proteger la estabilidad financiera previniendo el contagio de una entidad al conjunto del sistema.

El carácter vital de estos intereses ha conducido a los Estados a mantener a las entidades de crédito, mediante inyecciones de fondos públicos. Esta actuación, además de revelarse como un auténtico riesgo para la propia estabilidad de algunos Estados, ha sido objeto de fuerte oposición sobre todo por dos motivos: el falseamiento de la competencia que conlleva y, el carácter inequitativo de que sean los contribuyentes los que soporten la carga del rescate bancario cuando son los accionistas, administradores y gestores de los bancos los responsables de la situación crítica y han sido quienes se han beneficiado de los riesgos asumidos<sup>64</sup>.

A fin de dar respuesta a estas inquietudes, se entiende y así lo prevé el artículo 3 de la Ley que los procesos de reestructuración y resolución deben asegurar la utilización más eficiente de los recursos públicos, minimizando los apoyos financieros y han de asegurar que serán los accionistas, cuota partícipes o socios los que soportarán el peso fundamental de las pérdidas, seguidos por los acreedores subordinados y los restantes acreedores.

Sin duda, los intereses mencionados son absolutamente dignos de protección. Ahora bien, no debe ignorarse que, al ponerlos en práctica, pueden interferir y de hecho interfieren con derechos fundamentales, con valores e intereses de ciertas categorías de personas cuya defensa ha

---

<sup>64</sup> Indudablemente, no sólo se considera inequitativo, sino que resulta políticamente impopular y se entiende que genera incentivos perversos (el llamado «moral hazard») pues los accionistas de grandes bancos pueden pensar que el potencial para obtener beneficios asumiendo riesgos es enorme mientras que las pérdidas se verían limitadas en el peor escenario al capital invertido y tendrían, además, la expectativa de que, si es un banco «too big to fail», los poderes públicos no permitirán su caída. Ver al respecto BABIS, Valia SG, «Bank Recovery and Resolution: What about Shareholder Rights» *Legal Studies Research, Paper Series*, Paper n.º 23/2012, September 2012, University of Cambridge, Faculty of Law, Pg. 78.

constituido un importante avance del ordenamiento español y del de la Unión Europea<sup>65</sup>.

La búsqueda de un equilibrio adecuado entre los intereses públicos de carácter general perseguidos por la Propuesta de Directiva y la Ley y los valores, derechos privados y otros intereses colectivos que pueden verse sacrificados por su aplicación requiere de un ejercicio de reflexión y búsqueda de soluciones matizadas difícil de lograr en una circunstancias de crisis<sup>66</sup>. El peligro es que, aunque se trata de unas normas adoptadas para hacer frente a una grave crisis, no tienen un carácter meramente coyuntural, sino que su voluntad es de permanencia<sup>67</sup>.

Pues bien, la piedra de toque para valorar si este sacrificio es justificable debe ser no sólo la proporcionalidad en los sacrificios impuestos en aras de lograr el bien común, sino con carácter previo, determinar si la norma es apropiada para alcanzar las finalidades perseguidas<sup>68</sup>. En relación con ello, hay dos elementos sobre los que conviene llamar la atención: (i) el atributo de la celeridad; y (ii) el objetivo de evitar el riesgo sistémico.

Como se ha indicado, la posibilidad de mantener una entidad de crédito como una empresa en funcionamiento pasa por la necesidad de que las medidas se adopten en horas y es precisamente esta exigencia de celeridad lo que hace que los procedimientos de insolvencia al uso sean

---

<sup>65</sup> Nos referimos a valores como la limitación de la discrecionalidad de las administraciones públicas, la defensa de la integridad y transparencia en los mercados de valores, la previsibilidad de las consecuencias jurídicas, el respeto a la personalidad legal separada y la responsabilidad limitada de los socios. Derechos fundamentales como el de la propiedad y la tutela judicial efectiva. Intereses de categorías como los accionistas (sobre todo los pequeños accionistas), los inversores, los trabajadores y los acreedores.

<sup>66</sup> Se ha llegado a calificar a la norma como un «Estado de excepción financiero».

<sup>67</sup> El Capítulo VII de la Ley relativo a la gestión de instrumentos híbridos sólo será aplicable hasta el 30 de junio de 2013. Si las previsiones de la Propuesta de Directiva se cumplen, el régimen de la nueva directiva vendrá a sustituirlo a partir del 1 de enero de 2015.

<sup>68</sup> Queremos insistir aquí en el hecho de que, en el caso español, la finalidad al adoptar el RDL y luego la Ley ha sido cumplir con un requisito impuesto por el Memorandum de Entendimiento y, en tal sentido, estas normas han cumplido el objetivo que se buscaba.



inadecuados, que se supriman notificaciones y trámites que suponen dilaciones y que los actos adoptados sean ejecutivos. Como se ha dicho<sup>69</sup>, en el ámbito de Estados Unidos, para que un rescate bancario tenga éxito es preciso que se desarrolle en unas horas, típicamente desde el viernes por la tarde hasta el lunes por la mañana y de ahí los plazos tan cortos que se establecen en algunos artículos de la Propuesta de Directiva y de la Ley: «hasta las cinco de la tarde del día hábil siguiente». La US Federal Deposit Insurance Corporation ha logrado poner en práctica en plazos muy breves instrumentos similares a los que se refiere la Propuesta de Directiva con bancos pequeños y con un negocio simple que operaban sólo en el ámbito doméstico. Parece mucho más difícil que se logre segregar activos y transmitirlos, no ya en plazos de 72 horas lo que se puede considerar irrealizable sino en plazos razonablemente breves cuando se trata de entidades de crédito con negocios complejos que desarrollan actividades en varios Estados y con contratos sujetos a derechos y tribunales diversos<sup>70</sup>.

Evitar el llamado riesgo sistémico es uno de los objetivos fundamentales perseguidos con las medidas de actuación temprana, reestructuración y resolución. Ahora bien, cuando las medidas que se adoptan sobre la entidad en situación de riesgo conllevan consecuencias directas sobre otras entidades participantes en el sistema financiero, quizá tengan un resultado favorable para la entidad objeto de dichas medidas pero pueden extender el contagio a las restantes entidades financieras o, dicho de otro modo, no sólo no evi-

tar, sino favorecer el riesgo sistémico. Dentro de estas medidas que pueden tener consecuencias contrarias a las perseguidas se encuadran previsiones como las de limitar la adquisición de participaciones preferentes e instrumentos híbridos de capital a inversores institucionales<sup>71</sup>, la previsión de que inversores institucionales participen en la Sociedad de Gestión, la paralización de las facultades de declarar el vencimiento anticipado y compensar en los acuerdos de compensación contractual, de ejecutar garantías y de las obligaciones de pago y entrega, entre otras. Como se ha señalado<sup>72</sup> las limitaciones deben dirigirse cuidadosamente a su objetivo a fin de evitar contagios y la transferencia del riesgo de la crisis bancaria de los contribuyentes a otros grupos vulnerables como pequeños inversores no sofisticados, pensionistas y tomadores de seguros.

Por añadidura, y esto lo reconoce la propia Comisión Europea al evaluar el impacto de la Propuesta de Directiva, los mayores riesgos a los que se van a enfrentar accionistas y financiadores de las entidades de crédito previsiblemente dará lugar a dificultades para que éstas capten sus recursos propios que sólo podrán obtenerse a cambio de una mayor remuneración que, a su vez, se trasladará al menos en parte a depositantes y prestatarios.

Teniendo en cuenta lo anterior, cabe preguntarse si, a nivel de la Unión Europea, no son posibles otras soluciones y, en todo caso, a nivel nacional, confiar en que el FROB aplique los considerables poderes que le han sido atribuidos por la Ley de forma prudente y acertada.

<sup>69</sup> Legal Aspects of Bank Bails-Ins May 2011, Clifford Chance.

<sup>70</sup> En relación con las complejidades derivadas del factor transfronterizo Ver WIHLBORG, Clas «Developing Distress Resolution Procedures for Financial Institution», *Forthcoming SUEF Study*, August 2012, pp. 40-44.

<sup>71</sup> Limitación, por otro lado, justificada a la vista de la política seguida en España por ciertas entidades.

<sup>72</sup> Indica Valia SG Babis que los accionistas de los bancos en muchos casos son otras entidades de crédito o inversores institucionales, como compañías aseguradoras o fondos de pensiones. Como consecuencia de ello, las medidas tendientes a incrementar el riesgo de los accionistas pueden tener consecuencias opuestas a las buscadas. Ver al respecto BABIS, Valia SG, «Bank Recovery ...» *loc.cit.*, p. 31.

## **PAPELES DE LA FUNDACIÓN**

- Nº 1 Estudio para la mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés.
- Nº 2 Guía de Principios de Buen Gobierno Corporativo, Transparencia Informativa y Conflictos de Interés en las Sociedades Cotizadas.
- Nº 3 Estudio sobre los efectos de la aplicación de las Normas Contables del IASB a los sectores cotizados de la Bolsa Española.
- Nº 4 Buen Gobierno, Transparencia y Ética en el sector público.
- Nº 5 Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2 vols.):
  - Resumen del estudio en Español
  - Resumen del estudio en Inglés
- Nº 6 Guía de Buenas Prácticas para el desarrollo de la Junta General de accionistas de Sociedades Cotizadas.
- Nº 7 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2003.
- Nº 8 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades del Ibez-35 de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 9 Pensiones y Ahorro a largo plazo: un viejo problema en busca de nuevas soluciones.
- Nº 10 El ciclo del Capital Riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.
- Nº 11 España y las nuevas Perspectivas Financieras de la Unión Europea 2007-2013: Nuevos condicionantes, nuevos objetivos, nuevas estrategias.
- Nº 12 Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros españolas.
- Nº 13 España y la nueva arquitectura económica y financiera internacional. El desafío del G-8.
- Nº 14 Observatorio de Gobierno Corporativos de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2004.
- Nº 15 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 16 La Responsabilidad Corporativa: una propuesta para un entorno empresarial más eficiente y socialmente comprometido.
- Nº 17 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2006).
- Nº 18 Las Cajas de Ahorros: Modelo de Negocio, Estructura de la Propiedad y su Gobierno Corporativo.
- Nº 19 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español 2006.
- Nº 20 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2007).
- Nº 21 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2007).
- Nº 22 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2007.
- Nº 23 El Papel de las Instituciones Públicas en las Operaciones de Control Corporativo Nacionales y Transnacionales.
- Nº 24 Instrumentos Financieros para la Jubilación.
- Nº 25 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2008).
- Nº 26 La Filantropía: tendencias y perspectivas. Homenaje a Rodrigo Uría Meruéndano.
- Nº 27 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2008).
- Nº 28 El sistema bancario español ante el nuevo entorno financiero.
- Nº 29 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2008.
- Nº 30 Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Nº 31 Observatorio de la Economía Internacional (2009).

- Nº 32 Observatorio de Gobierno Corporativo (2009).
- Nº 33 La Ley Concursal y su aplicación.
- Nº 34 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009).
- Nº 35 Estudio sobre el Sector Asegurador en España.
- Nº 36 Nuevos Enfoques para Viejos Riesgos Financieros.
- Nº 37 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2010).
- Nº 38 Estudio sobre el Sector Asegurador en España 2010. Los pilares cualitativos de Solvencia II.
- Nº 39 El Ahorro Familiar en España.
- Nº 40 Observatorio de Gobierno Corporativo, 2010.
- Nº 41 Los Nuevos Mercados Energéticos.
- Nº 42 Mecanismos de prevención y Gestión de futuras crisis bancarias.
- Nº 43 Las Economías emergentes y el reequilibrio global: retos y oportunidades para España.
- Nº 44 La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del Euro?
- Nº 45 Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación.
- Nº 46 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2012).
- Nº 47 Desapalancamiento y crecimiento en España.
- Nº 48 El sector Asegurador ante las transformaciones del Estado del bienestar.
- Nº 49 La arquitectura Institucional de la refundación del euro.
- Nº 50 España: crecer en la nueva economía global.

**ENTIDADES PATRONO**  
de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.  
TELEFONICA, S.A.  
ENDESA, S.A.  
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA  
CITI  
BANCO SABADELL  
BANKIA  
CLIFFORD CHANCE  
ERNST & YOUNG  
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT  
FUNDACIÓN REPSOL  
INDITEX  
KPMG  
LA CAIXA  
MAPFRE  
ZURICH ESPAÑA  
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES  
URIA & MENENDEZ  
ACS  
DELOITTE  
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA  
FUNDACIÓN PRICEWATERHOUSE COOPERS  
INDRA SISTEMAS, S.A.  
FUNDACIÓN ABERTIS  
MIRABAUD  
BAKER & MCKENZIE  
J&A GARRIGUES, S.L.  
CECA