

BANCO DE ESPAÑA

# LA SUPERVISIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS

Javier Azcárate Aguilar-Amat

SERVICIO DE ESTUDIOS  
Documento de Trabajo nº 9216

BANCO DE ESPAÑA

LA SUPERVISION  
DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS

Javier Azcárate Aguilar-Amat

SERVICIO DE ESTUDIOS  
Documento de Trabajo n.º 9216

El Banco de España al publicar esta serie pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

ISBN: 84-7793-165-8  
Depósito legal: M-22262-1992  
Imprenta del Banco de España

### **ADVERTENCIA**

Una vez redactado este trabajo, se ha publicado la Ley 13/1992, de 1 de junio, de Recursos Propios y Supervisión de Forma Consolidada de las entidades financieras (BOE del 2.6.92), a cuyo proyecto se hacen varias referencias. El contenido del trabajo no queda afectado por el texto legal definitivamente aprobado.

## INDICE

|  | <i>Págs.</i> |
|--|--------------|
| <b>I Introducción</b> .....  | 7            |
| <b>II Configuración de los grupos económicos</b> .....                                     | 8            |
| • Razones históricas .....   | 10           |
| • Razones estratégicas .....   | 10           |
| • Razones legales .....  | 11           |
| <b>III Problemas planteados para la supervisión de los conglomerados financieros</b> ..... | 13           |
| 1. Riesgo de contagio .....  | 14           |
| 2. Determinación de la solvencia del grupo .....   | 14           |
| 3. Conflictos de interés .....   | 15           |
| 4. Falta de transparencia .....  | 15           |
| 5. Heterogeneidad de riesgos .....   | 16           |
| 6. Competencias de supervisión .....   | 16           |
| <b>IV Tendencias de la supervisión bancaria de los conglomerados financieros</b> .....     | 17           |
| 1. Consolidación .....   | 17           |
| 1.1. Objetivos .....   | 17           |
| 1.2. Perímetro .....   | 18           |
| a) Consolidación de sociedades ajenas al grupo .   | 18           |
| b) Actividad desarrollada por las sociedades consolidadas .....                            | 19           |
| c) Grupos sin matriz bancaria .....  | 21           |
| d) Nacionalidad de las sociedades del grupo ....   | 22           |
| e) Posibles exclusiones del perímetro de la consolidación .....                            | 23           |
| 1.3. Métodos de consolidación .....  | 23           |

|  | <u>Págs.</u> |
|--|--------------|
| 1.4. Normativa contable aplicable.....   | 24           |
| 1.5. Tratamiento de las sociedades del grupo no consolidables.....                         | 24           |
| 2. La supervisión de los riesgos bancarios en base consolidada.....                        | 25           |
| 3. La determinación de los recursos propios en base consolidada.....                       | 25           |
| 3.1. Tratamiento de los intereses minoritarios.....  | 25           |
| 3.2. Tratamiento de la diferencia negativa de primera consolidación.....                   | 27           |
| 3.3. Tratamiento del fondo de comercio de consolidación.....                               | 27           |
| 3.4. Tratamiento de las diferencias de conversión.....                                     | 27           |
| 3.5. Tratamiento de las acciones propias.....  | 28           |
| 3.6. Participaciones en empresas asociadas.....  | 28           |
| 3.7. Coexistencia en el grupo de sociedades sometidas a distintas normas de solvencia..... | 28           |
| 4. La información como complemento de la consolidación.....                                | 29           |
| 5. Facultades de decisión sobre estructuras de los conglomerados.....                      | 30           |
| 6. Medidas para tratar los conflictos de interés.....                                      | 31           |
| 7. Coordinación entre autoridades supervisoras.....  | 32           |
| 7.1. Concurrencia de autoridades supervisoras por razón de la actividad.....               | 32           |
| 7.2. Concurrencia de distintas autoridades supervisoras nacionales.....                    | 32           |
| 8. Otras medidas.....  | 33           |
| 8.1. Régimen de sanciones.....   | 33           |
| 8.2. Auditoría externa.....  | 33           |
| <b>Notas</b> .....   | <b>35</b>    |

## I INTRODUCCION

Durante dos décadas, venimos asistiendo en España a un proceso continuado de liberalización administrativa del sistema financiero. Estamos en puertas de 1993, fecha emblemática ante la que la banca europea se prepara fortaleciendo su posición competitiva. En este ambiente de liberalización, pudiera parecer paradójico que el debate sobre la supervisión bancaria recobrara plena actualidad. Sin embargo, que liberalización y supervisión discurren en la misma dirección por carriles paralelos es plenamente realista. La buena salud del sistema financiero se considera unánimemente un bien público, habida cuenta de su papel en la ejecución de la política monetaria, de su participación en el adecuado funcionamiento de los sistemas de pagos y de la naturaleza de la actividad intermediadora desarrollada, que implica comprometer el patrimonio confiado por una amplia base de ahorradores. No es extraño, pues, que en economías de mercado el sector financiero sea el más regulado y controlado, recayendo la supervisión tanto sobre las actividades bancarias —término genérico con el que designamos las actividades de cualquier entidad de crédito— como sobre las actividades de valores y de seguros.

*Toda entidad de crédito que tenga como filial una entidad de crédito o una entidad financiera o que tenga una participación en entidades de esta índole estará sometida a una supervisión basada en su situación financiera consolidada*<sup>1</sup>. Con esta declaración, la directiva comunitaria sobre supervisión bancaria subraya la insuficiencia del ejercicio individual de la supervisión por las autoridades competentes y la consiguiente necesidad de una vigilancia global, porque, como sucede muchas veces en la realidad cotidiana, el todo no coincide exactamente con la suma de las partes.

La historia de la estructura empresarial nos enseña que hace ya mucho tiempo, desde una primera fase de organización individual de los factores de producción por el empresario particular, se adoptó la forma societaria, por ser la más apropiada para aunar los esfuerzos individuales, potenciar la rentabilidad de los medios de producción y alcanzar objetivos de mayor envergadura. Un paso adelante se da con la aparición de los grupos empresariales, fenómeno típicamente contemporáneo, al menos con la extensión y complejidad actuales. Cuando el grupo empresarial incide sobre la actividad financiera, el supervisor debe preguntarse en qué medida quedan afectados sus planteamientos generales de control, probablemente concebidos, en principio, para la supervisión de entidades individuales. Analizar los riesgos y problemas que los grupos o «conglomerados» finan-

cieros implican y formular las posibles respuestas de las autoridades supervisoras constituyen los objetivos centrales del presente trabajo.

## II CONFIGURACION DE LOS GRUPOS ECONOMICOS

El concepto de grupo económico no es un concepto indiscutido. En general, se admite que existe un grupo, cuando un conjunto de sociedades desarrolla su actividad ateniéndose a una unidad de dirección y control. Pero no es fácil, a veces, decidir si concurre esta condición, y, menos aún, tipificar exhaustivamente los supuestos que determinan la pertenencia a un grupo.

Durante muchos años, se ha echado en falta en España un tratamiento legal de este concepto. Sólo en las normas sobre formación de las cuentas de los grupos de sociedades, publicadas por Orden Ministerial de 15 de junio de 1982<sup>2</sup>, encontrábamos una definición poco elaborada, según la cual

*Existe grupo cuando una sociedad (dominante) domina a otra u otras sociedades (dependientes) gestionándose todas ellas con dirección única. Se presumirá que concurren estas circunstancias cuando una sociedad tenga directa o indirectamente una participación mayoritaria en el capital social de otra u otras sociedades.*

También algunas disposiciones de naturaleza fiscal se habían preocupado indirectamente del fenómeno<sup>3</sup>. Pero es una norma dirigida al ámbito financiero —la Ley de Recursos Propios<sup>4</sup>— la que inicia una serie de conceptos legales de grupo, basados en la VII Directiva de la CEE relativa a las cuentas consolidadas<sup>5</sup>. Estos conceptos perfilan la idea de control, que se entiende ahora vinculada a la posesión de la mayoría de los derechos de voto, y no a la tenencia de una participación patrimonial mayoritaria en el capital de la sociedad dependiente.

Más recientemente, se ha ocupado de este concepto la normativa del mercado de valores<sup>6</sup>, y, un año después, en 1989, se ha incorporado, finalmente, a la legislación mercantil general<sup>7</sup>. En efecto, el vigente Código de Comercio entiende que se controla a otra sociedad, cuando se da alguno de los supuestos siguientes:

- poseer la mayoría de sus derechos de voto,
- tener la facultad de nombrar o de destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración,

- poder disponer, en virtud de los acuerdos celebrados con otros socios, de la mayoría de los derechos de voto,
- haber nombrado exclusivamente con sus votos la mayoría de los miembros del órgano de administración que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores.

Deben sumarse a los derechos de voto de la sociedad dominante los que correspondan a las sociedades dominadas por ésta, así como a otras personas que actúen en su propio nombre, pero por cuenta de alguna de aquéllas.

La Ley de Recursos Propios va a ser objeto próximamente de una profunda revisión. En el proyecto presentado al Senado se presume la existencia de unidad de decisión, cuando se da alguno de los cuatro supuestos del Código de Comercio, o cuando al menos la mitad más uno de los consejeros de la dominada sean consejeros o altos directivos de la dominante, o de otra dominada por ésta. Este último era un supuesto ya previsto en la redacción originaria —todavía hoy vigente— de la Ley. En el proyecto también se prevé que la unidad de decisión pueda derivar del ejercicio del control por una o varias personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto.

La naturaleza de las actividades desarrolladas —ya sean comerciales, industriales o financieras— no afecta a los límites del grupo. Sin embargo, nuestra atención recae sobre los grupos económicos que incluyen en su perímetro al menos una entidad de crédito (banco, en sentido amplio), esto es, una empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público, en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza<sup>8</sup>. Estos grupos suelen denominarse *conglomerados financieros puros*<sup>9</sup>, si sólo incluyen entidades de crédito, entidades financieras y sociedades instrumentales, o *conglomerados mixtos*, si incorporan también otras empresas industriales o comerciales.

Como más adelante se verá, es importante precisar el concepto de entidad financiera. La recientemente sustituida Directiva de Supervisión bancaria en base consolidada consideraba entidad financiera a toda empresa distinta de una entidad de crédito, cuya actividad principal consistiera en conceder facilidades de crédito, incluidas garantías, tomar participaciones o efectuar inversiones<sup>10</sup>. Para el supervisor financiero, esta definición estaba mostrándose demasiado restrictiva, por lo que a partir de

la reforma de la norma comunitaria<sup>11</sup> se considera entidad financiera a toda empresa que, sin ser entidad de crédito, se dedique principalmente a adquirir o tener participaciones, o a ejercer una o varias funciones de las incluidas en la llamada lista de actividades bancarias de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria de la CEE<sup>12</sup>.

Por su parte, son sociedades instrumentales aquellas cuya actividad principal consiste en la tenencia o gestión de inmuebles, en la gestión de servicios informáticos o en cualquier otra actividad similar que tenga carácter auxiliar con respecto a la actividad principal de una o varias entidades de crédito<sup>13</sup>.

Los conglomerados financieros y mixtos constituyen hoy una realidad ante la que debe responder el supervisor bancario. Pero los motivos que explican su existencia y configuración son de índole muy variada y pueden diferir sustancialmente de unos países a otros:

- **Razones históricas.**—El debate internacional sobre las relaciones banca-industria ha definido dos modelos sobre los que el sector bancario de los diferentes países se ha decantado en mayor o menor medida. Se trata de la banca universal y de la banca especializada. El primero supone una decidida imbricación en el terreno empresarial, que se traduce habitualmente en la toma de participaciones en sociedades industriales, su financiación a largo plazo, la intervención en su gestión y la colaboración para participar en los mercados de valores. Razones legales han alentado —en ocasiones, hasta decidido— la adopción de uno u otro modelo, pero las causas últimas de la elección deben buscarse en la propia vocación de los banqueros, en la composición del accionariado de la banca, en la estructura económica de un país y en el grado de desarrollo de sus mercados de capitales. Los conglomerados mixtos encuentran, en parte, su justificación en la opción por la banca universal.

- **Razones estratégicas.**—Venimos asistiendo a un proceso de integración de los intermediarios financieros, especialmente en Europa, donde grupos importantes están tomando posiciones de cara al Mercado Único. Asistimos también a un proceso de globalización e internacionalización de los mercados de dinero, de capitales y valores, dentro de un marco de liberalización y competencia crecientes. Ante esto, la reacción de las entidades financieras es variada, aunque el objetivo sea común: fortalecer su posición competitiva. Unas veces, optan por procesos de fusión, buscando tamaño suficiente para acometer la racionalización de sus estructuras productivas; otras veces, suscriben acuerdos de colaboración, abriendo mercados adicionales para la comercialización de sus productos;

en ocasiones, se prefiere la especialización, concentrando las actividades en áreas geográficas u operativas donde se tiene mayor eficiencia; y, muchas veces, se pretende ampliar la gama de servicios ofrecidos a los clientes, colocando a su disposición no sólo los servicios bancarios tradicionales, sino auténticos paquetes financieros que incluyen seguros, valores y gestión de patrimonios. La ampliación de la oferta y la diversificación favorecen la creación o extensión de los conglomerados financieros, si bien la decisión de atribuir distintas ramas de actividad a distintas personas jurídicas necesita, para su explicación completa, otros motivos adicionales, facilitados, en ocasiones, por los modelos de organización y gestión elegidos, y, en ocasiones, por los propios intereses accionariales o del negocio. Y se requieren estos motivos adicionales, porque, dentro del modelo de banca universal, no existiría inconveniente para que una sola sociedad asumiera la responsabilidad exclusiva de la distribución de todos los servicios financieros. Se entiende lo anterior, no obstante, con las excepciones de las actividades financieras que las legislaciones nacionales, cualquiera que sea el modelo de banca elegido, suelen reservar a entidades distintas de las de crédito, de las que el paradigma clásico es el que ofrecen las actividades de seguros.

- **Razones legales.**—Ante los problemas que desde el punto de vista de la supervisión bancaria plantean los conglomerados financieros, que más adelante se analizan en detalle, existe normalmente una respuesta normativa. Sin duda, la orientación concreta de tal respuesta animará u obstaculizará la formación de conglomerados financieros y mixtos, o de determinados tipos de estructura de tales conglomerados.

No puede olvidarse tampoco que la experiencia nacional e internacional conoce casos en que las auténticas motivaciones de los protagonistas de la formación de conglomerados son más espurias y están vinculadas a la posibilidad de que un complejo entramado jurídico con ramificaciones de diverso sentido faciliten el desconocimiento por los supervisores de la propia configuración del grupo, la ocultación de información y el incumplimiento de las normas garantes de la solvencia de las instituciones financieras.

La actitud del supervisor bancario ante distintas configuraciones de los conglomerados financieros no debe ser la misma, pues no lo son muchas veces los riesgos que implican ni resultan igualmente apropiadas todas las soluciones. Es el momento de intentar una clasificación de los conglomerados, para lo que nos parece oportuno utilizar los siguientes criterios:

- a) La naturaleza de la entidad dominante o matriz.
- b) La realización o no de actividades no financieras por alguna sociedad del grupo.
- c) La existencia o no en el grupo de entidades financieras sujetas a más de una autoridad supervisora por razón de su actividad.
- d) La existencia o no de entidades de carácter financiero de distinta nacionalidad sujetas a supervisión.

a) Naturaleza de la entidad dominante o matriz.—Inicialmente podemos distinguir los siguientes casos:

- La matriz es una entidad de crédito.
- La matriz es una sociedad de valores.
- La matriz es una compañía de seguros.
- La matriz es un holding financiero.
- La matriz es un holding no financiero.
- La matriz es una empresa industrial o comercial.

A los casos anteriores deberíamos añadir el supuesto de un conjunto de sociedades sujetas a unidad de dirección y control, en el que no pudiera ser identificada una sociedad dominante, sino que el control fuera ostentado por una persona física, o un conjunto de personas físicas que actúen concertadamente.

b) Realización o no de actividades no financieras por alguna sociedad del grupo.—De acuerdo con este criterio, podemos distinguir:

- Grupos cuyas sociedades realizan exclusivamente actividades financieras. La presencia de sociedades instrumentales, por sí sola, no excluye a un grupo de esta categoría.
- Grupos que incluyen sociedades no financieras. El caso de la banca mixta o industrial española constituye un buen ejemplo.

c) La existencia o no en el grupo de entidades financieras sujetas a más de una autoridad supervisora por razón de su actividad:

- Grupos que sólo incluyen sociedades sujetas a supervisión bancaria (esto es, entidades de crédito).

- Grupos que incluyen sociedades de valores.
- Grupos que incluyen compañías de seguros.

d) La existencia o no de entidades de carácter financiero de distinta nacionalidad sujetas a supervisión. En caso afirmativo, conviene tener en cuenta si las sociedades extranjeras pertenecen a la CEE.

Un sencillo ejercicio de números combinatorios nos permite identificar 84 tipos diferentes de conglomerados financieros yuxtaponiendo las categorías elementales anteriores, que se multiplicarían si consideráramos otros criterios de clasificación con matices que deben ser tenidos en cuenta por el supervisor bancario: la existencia o no de participaciones recíprocas, el grado de separación o interconexión de los intereses financieros e industriales, etc. Si bien es cierto que el análisis puede simplificarse por el hecho de que buena parte de los riesgos inherentes a un conglomerado, y del posible tratamiento de los mismos, son comunes a las diferentes estructuras señaladas, o a ciertos tipos de carácter general, la amplia variedad de configuraciones mostrada por el cuadro teórico antes descrito, en la mayor parte de los casos reafirmada por la evidencia empírica, exige cierta flexibilidad del supervisor que le permita combinar adecuadamente enfoques distintos cuando la situación lo requiera.

### **III PROBLEMAS PLANTEADOS PARA LA SUPERVISION DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS**

Los problemas ante los que el supervisor se encuentra para el control adecuado de los conglomerados financieros pueden ser de cuatro tipos:

- problemas comunes a la supervisión de cualquier sociedad controlada,
- problemas planteados por los conglomerados en general,
- problemas específicos de los conglomerados financieros,
- problemas adicionales de determinadas estructuras de conglomerados.

El primer tipo cae fuera de nuestro objeto; el segundo ha sido ampliamente analizado por la doctrina financiera y contable, y está relacionado con la determinación de la realidad económico-patrimonial del grupo, imposible de valorar con la mera agregación de los estados financieros individuales, la responsabilidad del grupo ante posibles incumplimientos

por parte de alguno de sus componentes, los conflictos que pueden plantearse entre intereses enfrentados, y los medios para que una necesaria transparencia informativa permita al mercado evaluar la situación global del grupo. Aunque los dos últimos tipos de problemas enunciados en el párrafo precedente constituyen nuestro objetivo básico, los anteriores aparecerán en el centro de algunas discusiones por su decisivo interés para el supervisor.

Conste, en primer lugar, que el término problema no se ha utilizado aquí en un sentido negativo, sino más bien refiriéndolo a aspectos que deben ser objeto de reflexión en aras de una supervisión eficaz y sin fisuras.

Iniciamos la enumeración de algunos riesgos específicos planteados al supervisor por los conglomerados plurisocietarios.

## **1. Riesgo de contagio**

Las pérdidas en una sociedad del grupo inciden sobre los recursos propios disponibles para afrontar el resto de actividades del mismo, pero el riesgo de contagio presenta un aspecto de mayor significación: las dificultades económicas de una sociedad pueden afectar a la confianza del público, lo que probablemente repercutiría en el grupo en su conjunto y no sólo en la actividad de una sociedad. Si las dificultades aparecen en la sociedad matriz, podría caer en la tentación de reclamar recursos adicionales de sus filiales, por vías directas o indirectas, y tal vez mediante métodos poco ortodoxos cuya detección sería más complicada en el caso de que la matriz fuera una sociedad no bancaria y no sujeta a supervisión. Si las dificultades surgen en alguna filial, aunque jurídicamente la matriz no venga obligada a asumir sus pérdidas, probablemente prestará la ayuda necesaria para mantener la imagen del grupo y la confianza del público. Pero si se percibe que un banco está siendo utilizado para apoyar financieramente a la empresa en dificultades, podría quebrarse la necesaria confianza de los depositantes.

## **2. Determinación de la solvencia del grupo**

El volumen real de recursos propios puede verse afectado por aspectos relacionados con la configuración del conglomerado y su operativa, tales como la existencia de participaciones recíprocas, beneficios contabilizados por operaciones intergrupo no materializados frente a terceros, o aplicación de normas diferentes de valoración de los activos, pasivos y compromisos, por pertenecer las sociedades a diferentes países o a secto-

res específicos con una normativa contable propia. Estos aspectos deben ser tratados para conocer la solvencia real del grupo, determinada con criterios homogéneos.

Como es sabido, la tendencia actual de la regulación bancaria es exigir a las entidades de crédito unos recursos propios mínimos, en función de las inversiones realizadas y de los riesgos asumidos. Este es el esquema propuesto por la normativa comunitaria de 1989<sup>14</sup>, coincidente con el que rige en España ya desde 1985<sup>15</sup>. Pero la aplicación de dicho régimen a un conglomerado financiero plantea varias cuestiones, tales como: decidir si es suficiente exigir un determinado nivel de fondos propios al grupo o si se requiere también que cada uno de sus componentes cuente con una capitalización determinada; cómo tratar la coexistencia en un mismo grupo de distintas categorías de instituciones financieras con normas de solvencia de exigencia desigual (en concreto, bancos, compañías de seguros y sociedades de valores); o valorar si los recursos propios del grupo son válidos para garantizar la solvencia global, aunque no sean atribuibles a los intereses mayoritarios del conglomerado, sino a los minoritarios de una sociedad concreta.

### **3. Conflictos de interés**

Surgen cuando, ante varias formas alternativas de atender la demanda de un cliente, la opción por una de ellas favorece a determinados intereses en perjuicio de otros.

Los problemas de conflictos de interés no son exclusivos de los conglomerados financieros, pero en éstos se presentan con mayor facilidad, por dos motivos:

- porque los conglomerados suelen ofrecer una variada gama de servicios financieros, ya sean bancarios, de valores o de seguros, lo que genera riesgos de conflicto al estar vinculados los distintos productos a distintos intereses, y
- porque a las formas tradicionales de conflicto entre los intereses de una entidad y su cliente, o entre los opuestos intereses de dos clientes, debe añadirse una específica, cuando se confrontan los intereses del propio grupo, o de los accionistas minoritarios de una de sus sociedades, con los de los minoritarios de otra.

### **4. Falta de transparencia**

Las configuraciones de algunos grupos pueden facilitar una cierta opacidad para el conocimiento de las relaciones exactas de dominio, de la

verdadera situación financiera y patrimonial, y del volumen de riesgos asumido. Estructuras complejas pueden haberse alcanzado de forma casual, a través de sucesivas tomas de participaciones o fusiones, pueden adoptarse persiguiendo ventajas fiscales, de regulación bancaria, comerciales o laborales, pero en ocasiones se han buscado deliberadamente para levantar barreras que impidan una visión realista de la naturaleza de las transacciones internas, de la concentración de riesgos existente, y de la auténtica posición del grupo dentro del sistema financiero. El supervisor debe preocuparse, por supuesto, de la falta de transparencia hacia él mismo, pero también hacia terceros, y, más aún, hacia el interior de la propia organización, pues sin una información precisa difícilmente puede lograrse una gestión acertada. Si un grupo desea materializar las ventajas ofrecidas por su estructura plurisocietaria, en alguna medida debe gestionarse de forma centralizada, o, al menos, definir centralizadamente sus líneas estratégicas, tarea muy difícilmente abordable sin un soporte informativo que proporcione una rápida visión global y correcta de la situación.

## **5. Heterogeneidad de riesgos**

El riesgo es un factor que necesariamente acompaña a toda actividad empresarial. El desarrollo de las técnicas de organización societaria, la complejidad de los mercados, la proliferación de los productos, la multiplicación de los sistemas de intercambio vienen imponiendo a los directivos la necesidad de especialización, al igual que históricamente ha ocurrido en otros ámbitos como el científico o el del pensamiento. Esto dificulta el ejercicio de la gestión centralizada a la que antes hacíamos referencia, y supone un reto para los supervisores por requerir un amplio conocimiento de riesgos sectoriales de naturaleza muy diversa, y de normas contables que pueden diferir.

## **6. Competencias de supervisión**

Los grupos financieros plantean la necesidad de resolver los conflictos de competencias, que aparecen por dos motivos:

- Por la posible existencia de varias sociedades supervisadas de distinta nacionalidad.
- Por la posible existencia de varias sociedades sujetas a distintas autoridades supervisoras por razón de la diferente actividad que desarrollan. En efecto: en un elevado número de países, no todas las institu-

ciones de carácter financiero, o no todas las actividades financieras, están controladas por la misma autoridad supervisora. Es muy frecuente el modelo adoptado en España, según el cual corresponde al Banco de España la supervisión de las entidades de crédito, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la de las sociedades y agencias de valores, y al Ministerio de Economía, a través de la Dirección General de Seguros, la de las entidades aseguradoras.

#### **IV TENDENCIAS DE LA SUPERVISION BANCARIA DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS**

Existe consenso sobre la necesidad de enfrentarse a los problemas anteriores organizando un modelo de supervisión de forma consolidada, tal como quedó indicado desde el inicio del presente trabajo. Sin embargo, tal vez sería preferible utilizar la expresión *supervisión global* para no inducir a la creencia de que la consolidación, como técnica contable específica, es el único instrumento del que deben disponer los supervisores. La agregación de los balances de algunas sociedades es rechazada en unos casos, y en otros es objeto de discusiones técnicas sobre su viabilidad. Por ello, el modelo de supervisión al que nos referimos bien pudiera denominarse *consolidación + información*.

##### **1. Consolidación**

###### **1.1. Objetivos**

Como es bien sabido, la consolidación es una técnica contable cuyo objetivo consiste en obtener una representación fiel de la situación económico-patrimonial de un grupo de empresas y de sus resultados. Desde el punto de vista de la supervisión bancaria, es doble el aprovechamiento posible:

- Permite una evaluación de los riesgos bancarios sobre una base agregada.
- Permite un conocimiento realista de los fondos propios disponibles por el grupo.

Ambos aspectos serán objeto de análisis posterior.

## 1.2. Perímetro

Determinar el perímetro de la consolidación constituye probablemente la clave de un importante porcentaje de las discusiones actuales sobre supervisión bancaria. Creemos convenientes algunas reflexiones iniciales:

- El supervisor bancario se encuentra ante un dilema cuando debe definirse sobre el perímetro del subgrupo consolidable que mejor sirve a sus objetivos de control. En interés de una evaluación completa de los riesgos asumidos, sentiría, probablemente, la tentación de reclamar la consolidación del mayor número de entidades posible, pero, por otro lado, objetaría el cómputo como recursos propios de aquéllos, aflorados por la consolidación, que difícilmente representan una garantía eficaz ante posibles pérdidas del grupo en su conjunto.
- Al definir el perímetro de la consolidación, no debe perderse tampoco de vista cuáles son los objetivos reales de la supervisión bancaria, y se evitará que una definición amplia del subgrupo consolidable encubra, de hecho, una extensión de la vigilancia a parcelas de la actividad económica que no requieren regulación administrativa.
- La amplitud de la consolidación no es independiente de la existencia de varias autoridades supervisoras con competencias en el ámbito financiero. En nuestra opinión, es muy difícil defender que distintas sociedades de carácter financiero que consolidan sus balances deban ser necesariamente supervisadas por distintas autoridades.

Pues bien, en la determinación del perímetro de consolidación debe decidirse sobre los siguientes puntos:

a) Consolidación de sociedades ajenas al grupo.—Como regla general, el subgrupo consolidable es un subconjunto del grupo económico, cuya definición ya se efectuó en el apartado II. Sin embargo, se viene admitiendo, en ocasiones, la conveniencia de consolidar también los balances de las denominadas sociedades multigrupo, esto es, las sociedades gestionadas conjuntamente por alguna sociedad del grupo, y otra u otras ajenas al mismo. Admitido ya en la legislación general mercantil española<sup>16</sup>, no se ha recogido todavía en la normativa bancaria, si bien la nueva directiva sobre supervisión de forma consolidada impone a los estados miembros la obligación de incluirlo en su normativa interna, siempre que de la gestión conjunta se derive una limitación de la responsabilidad en función de la parte de capital poseída<sup>17</sup>.

b) Actividad desarrollada por las sociedades consolidadas.—Dos motivos, ya comentados anteriormente por otras razones, exigen limitar la consolidación a aquellas sociedades que desarrollan una actividad financiera:

- Evitar la posibilidad de extender, de hecho, el control del supervisor bancario a áreas no financieras de la actividad económica.
- Garantizar que el balance patrimonial resultante posea significación económica, pues en el proceso de agregación de balances que la consolidación implica, como en todo proceso aditivo, es imprescindible que las distintas partidas sean suficientemente homogéneas. Nuestro Código de comercio declara por ello que la sociedad dominante podrá excluir de las cuentas consolidadas a las sociedades del grupo que tengan actividades tan diferentes que su inclusión resulte contraria a la obtención de la finalidad propia de tales cuentas, lo cual no se produce por el mero hecho de concurrir actividades industriales con comerciales o de prestación de servicios<sup>18</sup>, sino que requiere la concurrencia de sociedades de carácter financiero con otras con objeto social diferente<sup>19</sup>.

En este sentido, la Directiva de Supervisión de entidades de crédito prevé que éstas se consoliden con entidades financieras y sociedades instrumentales, y en la normativa interna todavía vigente se consideran consolidables, por su actividad, las entidades de crédito, las sociedades de inversión inmobiliaria, las sociedades de cartera cuya actividad principal sea la tenencia de acciones y participaciones, las sociedades instrumentales cuyo objeto o actividad principal incluya la tenencia de los inmuebles o activos materiales utilizados por otras sociedades consolidables, y, en general, cualquiera que se asimile a las anteriores<sup>20</sup>.

Los puntos que suscita la composición del subgrupo consolidable por razón de la actividad desarrollada son los siguientes:

- La inclusión de las sociedades de valores.—Parece ya fuera de discusión el carácter bancario de las actividades desarrolladas por estas instituciones. Es cierto que en algunos sistemas financieros se han levantado históricamente barreras rígidas entre las actividades de valores y las más tradicionalmente bancarias, atribuyendo unas y otras a distintas instituciones, pero en nuestro entorno más cercano se acepta que los bancos puedan desarrollar prácticamente las mismas operaciones que las sociedades de valores. De ahí que la lista comunitaria de actividades bancarias incluya estas operaciones, y que la nor-

mativa española sobre el mercado de valores permita a los bancos y cajas de ahorros realizar las mismas operaciones que son propias de aquellas sociedades especializadas<sup>21</sup>. No es realista, pues, hablar de separación entre uno y otro tipo de actividad, sino que es más acertado considerar que las sociedades —y agencias— de valores son entidades con objeto social legalmente limitado a determinadas actividades bancarias, como lo son también las sociedades de arrendamiento financiero o de crédito hipotecario, aunque tengan ciertas funciones reservadas, tales como la negociación directa en los mercados bursátiles. Puesto que en los balances de las sociedades de valores se reflejan hechos patrimoniales, riesgos o compromisos que podrían lucir en los propios balances individuales de un banco, no puede existir base teórica decisiva para oponerse a la consolidación de entidades de crédito y de valores.

- La inclusión de las compañías de seguros.—Como el resto de los intermediarios financieros, las compañías de seguros cumplen la función de canalizar los flujos financieros desde sectores con capacidad de financiación hacia sectores con necesidad de financiación, si bien asumen, además de los riesgos tradicionales de crédito, liquidez, interés, cambio y concentración, mucho más limitados que en la banca por motivos de regulación administrativa, el exclusivo riesgo actuarial, que en síntesis se deriva de estar condicionadas la efectividad y cuantía de sus obligaciones a determinados acontecimientos relacionados con la vida de las personas, o con otros hechos. Hay, pues, un aspecto relevante que distingue las actividades bancarias de las actividades de seguros. No obstante, las fronteras reales entre ambas no son tan elevadas como para negar que en circunstancias concretas las operaciones de seguros pueden ser sustitutivas de productos bancarios tradicionales, especialmente desde la perspectiva de la clientela demandante, de modo principal por dos motivos:
  - Porque, cuando el riesgo actuarial tiende a cero, la operación de seguros tiende a una operación bancaria pura.
  - Porque el cliente puede eliminar su riesgo actuarial mediante una adecuada combinación de operaciones de seguro.

Por otro lado, lo característico de los estados financieros de las compañías de seguros son sus pasivos, denominados reservas o provisiones técnicas, ya que sus activos pueden también encontrarse entre los de cualquier banco.

La separación entre estas actividades suele ser tajante, aunque precisamente en España determinadas cajas de ahorros han estado durante

mucho tiempo autorizadas a realizar ciertas operaciones de seguro, lo que se prohibió en 1990<sup>22</sup>.

Ni la normativa española ni la normativa comunitaria contemplan la posibilidad de consolidar las compañías de seguros con el resto de entidades bancarias y financieras. No obstante, es una cuestión sobre la que cabe pensar que en el futuro vuelva a plantearse la discusión, a pesar de los problemas técnicos que ocasionaría la consolidación de las entidades aseguradoras.

c) Grupos sin matriz bancaria.—Este tipo de estructura suscita las siguientes cuestiones en relación con el perímetro de la consolidación:

- La consolidación o no de la matriz.—El análisis de esta cuestión aconseja distinguir dos tipos de matrices:
  - Matriz *holding financiero*.—Cuando la matriz es una sociedad cuya actividad principal consiste en tener participaciones en una o varias entidades de crédito o entidades financieras, hay actualmente consenso sobre la necesidad de consolidarla con el conjunto de sus filiales. No obstante, la recientemente sustituida Directiva de Supervisión bancaria de 1983 sólo imponía la consolidación de los grupos con matriz bancaria, quizás con una interpretación demasiado estricta de la conveniencia de no extender el ámbito de la supervisión bancaria más de lo imprescindible. La nueva directiva obliga ya a consolidar las que denomina *sociedades financieras de cartera*, si bien advierte que ello no implicará, en modo alguno, que las autoridades competentes ejerzan una función de control sobre la sociedad financiera de cartera considerada de forma individual<sup>23</sup>. La normativa interna española viene obligando a consolidar estas sociedades.
  - Matriz *holding no financiero*.—La consolidación de los holding con participaciones industriales y financieras es vista, en general, con mayores recelos. La todavía vigente normativa interna española obliga a consolidar las sociedades de cartera cuya actividad principal sea la tenencia de acciones y participaciones<sup>24</sup>, independientemente de su condición de dominada o dominante dentro del grupo<sup>25</sup>. Sin embargo, la nueva normativa comunitaria no prevé la consolidación de las que denomina *sociedades mixtas de cartera*.

En el plano teórico, existen razones en favor y en contra de la consolidación de las sociedades mixtas de cartera. La solvencia del subgrupo bancario puede verse afectada por la situación de la matriz, en parte determinada por sus intereses industriales, siendo preferible, desde el punto de vista de la supervisión, contar con estados financieros consolidados para evitar que el grupo pudiera utilizar procedimientos inadecuados con los que podría materializarse el ya analizado *riesgo de contagio* (préstamos vinculados, precios de transferencia, traspaso de plusvalías ocultas, manipulación de dividendos, etc.). Pero, por otro lado, la consolidación podría considerarse alejada de los objetivos propios del control bancario. En definitiva, no hay objeciones de carácter técnico que se opongan a la consolidación de los holdings mixtos, aunque razones prácticas pueden aconsejar ofrecer al supervisor bancario una herramienta de distinta clase para ejercer sus funciones en estos supuestos: nos estamos refiriendo a la información.

- La consolidación sin matriz consolidable.—Es también objeto de controversia la posibilidad de consolidar entidades sin participación accionarial entre sí, bien porque su pertenencia al grupo venga determinada por el control ejercido por una sociedad no consolidable, bien porque derive del dominio ostentado por una persona física. Dado que, parcialmente, se mantienen en este supuesto las ventajas generales de la consolidación (especialmente, la eliminación de los beneficios intergrupo y la posibilidad de un análisis agregado de riesgos), no vemos motivos de oposición a su práctica, máxime cuando existen procedimientos técnicos suficientemente contrastados para llevarla a efecto. Nuestra normativa interna ha venido reconociendo esta obligación<sup>26</sup> y regulando la forma de cumplirla<sup>27</sup>, aunque la directiva comunitaria no la contemplaba. La nueva versión incluye, sin embargo, una mención a la consolidación horizontal, pero sólo permite su práctica, no la exige.

d) Nacionalidad de las sociedades del grupo.—La idea de grupo, como unidad económica, es independiente de la nacionalidad de sus componentes, lo que exige que, desde un punto de vista exclusivamente técnico, se deban incluir en el perímetro de la consolidación todas las sociedades, con abstracción del país en el que radiquen. Así, nuestra normativa aclaraba que son empresas consolidables, por su nacionalidad y localización geográfica, todas las empresas del grupo, españolas o extranjeras, sea cual sea el país en el que desarrollen sus actividades<sup>28</sup>. Esta extensión ilimitada del grupo consolidable es siempre posible en sentido descendente, esto es, en relación con las filiales de sociedades españolas,

pero en sentido ascendente tropieza con las limitaciones impuestas por las soberanías nacionales, que atribuirán las competencias correspondientes a sus propias autoridades supervisoras.

e) Posibles exclusiones del perímetro de la consolidación:

- Por razón del tamaño.—Suele admitirse la exclusión del perímetro de aquellas sociedades que no presenten un interés significativo con respecto a los objetivos de la consolidación. Así lo hace la legislación mercantil española<sup>29</sup>, y así lo prevé la directiva comunitaria<sup>30</sup>.
- Por razón de diferencias de regulación.—Algunas sociedades de carácter financiero consolidables están sometidas a normas específicas de distinta exigencia que las bancarias, como ocurre con las sociedades de valores. Por ello se ha propuesto, en ocasiones, excluir este tipo de entidades de la consolidación. Sin embargo, parece más apropiado abordar una armonización legal de tales disposiciones, objetivo emprendido en el ámbito comunitario con la discusión de un proyecto de directiva sobre adecuación del capital de las empresas de inversión y entidades de crédito.

La normativa interna española no recogía ninguno de los supuestos anteriores, pero en el Proyecto de Ley de Recursos Propios se prevé que el Banco de España pueda autorizar la exclusión individual de una entidad de la consolidación en los mismos supuestos de la legislación mercantil, o cuando la inclusión resulte inadecuada para el cumplimiento de los objetivos de supervisión del grupo.

### **1.3. Métodos de consolidación**

Es, en general, admitida la aplicación del método de integración global a todas las empresas del grupo, y el método de integración proporcional a las sociedades multigrupo, caso de que se acepte su consolidación.

Se discute, sin embargo, si puede prescribirse la aplicación del método de integración proporcional a una filial cuando la responsabilidad de la empresa matriz esté limitada en función de su porcentaje de participación, debido a la responsabilidad claramente establecida de los restantes accionistas y su satisfactoria solvencia. Esta alternativa, prevista en la Directiva de Supervisión bancaria<sup>31</sup>, puede dar lugar a efectos contradictorios desde la perspectiva del control agregado de los fondos propios.

#### **1.4. Normativa contable aplicable**

Es habitual que existan normas contables específicas aplicables a sociedades de carácter financiero, e incluso que la responsabilidad de su elaboración se atribuya a autoridades diferentes. De esta forma, las entidades de crédito están sujetas a las disposiciones del Banco de España<sup>32</sup>, y las sociedades y agencias de valores a las de la Comisión Nacional del Mercado de Valores<sup>33</sup>, pero el resto de las sociedades que intervienen en la consolidación se regirán por las disposiciones mercantiles generales. Desde el punto de vista del supervisor bancario, es necesario que en el proceso de homogeneización valorativa de las distintas partidas del balance se apliquen los criterios de la normativa bancaria a todas las sociedades. No hay para ello ninguna objeción lógica en los grupos con matriz bancaria, pero, cuando la sociedad dominante es una sociedad de cartera, podría producirse una concurrencia de normas que, al menos aparentemente, establecieran la obligación de formular dos balances consolidados, uno según la normativa general, y otro según la normativa específica bancaria. En el Proyecto de Ley de Recursos Propios se prevé evitar en parte esta duplicidad, aclarando que con la consolidación bancaria se entiende cumplida la obligación mercantil general de consolidar, al menos cuando la matriz sea una entidad de crédito o una sociedad de cartera cuya actividad principal sea poseer participaciones de entidades de crédito.

#### **1.5. Tratamiento de las sociedades del grupo no consolidables**

Aunque se haya excluido del conjunto consolidable bancario a sociedades del grupo que no realizan actividades financieras, las normas de consolidación no suelen mantenerse neutrales en el tratamiento de tales participaciones, sino que proponen, en general, su valoración siguiendo idénticos criterios que los previstos para las denominadas *empresas asociadas*, esto es, empresas ajenas al grupo sobre cuya gestión se ejerce una influencia notable<sup>34</sup>. Dicho criterio es el método de puesta en equivalencia, normalmente incluido entre los procedimientos de consolidación por tratarse de una norma de valoración empleada exclusivamente en la información contable consolidada. Ahora bien: a efectos de supervisión bancaria, este procedimiento logra parcialmente objetivos asimilables al método de integración global por lo que se refiere a la cuantificación de los recursos propios del grupo, ya que exige efectuar ajustes por homogeneización de criterios de valoración, determinar la primera diferencia de consolidación, atribuirla a partidas concretas o imputarla al fondo de comercio o diferencia negativa de consolidación, y eliminar resultados intergrupo, aunque sólo sea en el porcentaje de participación.

En la consolidación bancaria no se aplicaba hasta ahora el método de puesta en equivalencia, aunque deberá hacerse con la entrada en vigor de la reciente normativa contable del Banco de España<sup>35</sup>.

## **2. La supervisión de los riesgos bancarios en base consolidada**

Uno de los objetivos de la consolidación consiste en ofrecer al supervisor bancario un instrumento eficaz para la evaluación de las distintas clases de riesgos asumidos por el grupo. Es la base necesaria para fundamentar su respuesta, que, en función de los distintos supuestos, podría consistir en limitaciones, prohibiciones o aceptaciones condicionadas al mantenimiento de un determinado nivel de recursos propios.

Este último es el tratamiento ya aceptado con generalidad, al menos en lo que se refiere al riesgo de crédito. Sería deseable que en este esquema se incluyeran también los riesgos de tipos de interés, de cambio y de cotización de los valores, y en este sentido se desarrollan los trabajos comunitarios<sup>36</sup>.

Cabe señalar, por último, la conveniencia de una evaluación global del riesgo de liquidez, aunque todavía no se han realizado avances sobre la materia.

## **3. La determinación de los recursos propios en base consolidada**

La consolidación es también la base para el cómputo global de los recursos propios consolidados, lo que conlleva algunos problemas.

### **3.1. Tratamiento de los intereses minoritarios**

La consolidación pretende una representación de la situación económica del grupo como si fuera una entidad única. Ciertamente, puede hablarse de una unidad económica, pero no de una unidad jurídica, al menos mientras, como ocurre en España, no exista comunicación de responsabilidad entre sociedades dependientes y dominantes. Se le plantea, pues, al supervisor bancario la necesidad de decidir sobre la validez de los intereses minoritarios a efectos de su posible cómputo como recursos propios, ya que, en caso de dificultades, no responderían de la solvencia global del conglomerado en su conjunto, sino sólo de la solvencia particular de la sociedad en la que participan. Las opciones con las que es posible abordar este problema son de muy distinto efecto, y podrían consistir en:

- Reducir el perímetro de la consolidación, evitando la inclusión de sociedades con intereses minoritarios elevados. En el mismo sentido, podría rechazarse la consolidación horizontal (consolidación sin matriz consolidable).
- Imponer el método de integración proporcional, al menos en los casos de empresas controladas sin participación mayoritaria.
- Negar el cómputo, total o parcial, de los intereses minoritarios como recursos propios.
- Exigir el cumplimiento del coeficiente de recursos propios con varios niveles de amplitud en la definición del grupo.

Las dos primeras medidas reducirían o eliminarían el problema contemplado, pero se opondrían a otros aspectos favorables de la consolidación. La tercera es una opción radical, que, en aras de una prudencia exagerada, empeoraría el significado real de los fondos propios de un grupo. La cuarta medida ofrece, a nuestro juicio, la visión más equilibrada del problema, y podría concretarse en la exigencia de recursos propios mínimos en tres niveles:

- el de las entidades de crédito consideradas individualmente;
- el del grupo formado sólo por las sociedades participadas mayoritariamente vía capital social;
- el del grupo integrado por todas las sociedades controladas.

En la actualidad rige en España un coeficiente de recursos propios exigido exclusivamente en base consolidada, de acuerdo con la definición amplia del grupo vista en el apartado II, computándose los intereses minoritarios como recursos propios, tal como permite la legislación comunitaria<sup>37</sup>. Esta normativa permite también exigir, adicionalmente, el cumplimiento del coeficiente en base individual<sup>38</sup>, y en el Proyecto de Ley de Recursos Propios se deja abierta la vía para que en los supuestos que reglamentariamente se determinen, así como cuando la especial situación de una entidad de crédito integrada en un grupo consolidable lo aconseje, pueda el Banco de España requerir el cumplimiento individual del coeficiente de solvencia a niveles inferiores o incluso iguales al general.

Ahora bien: en esta discusión, conviene distinguir un caso especial, que es el de los intereses minoritarios correspondientes a participaciones del subgrupo industrial en el subgrupo consolidado. Surge en-

tonces un problema claro de ineffectividad de recursos propios, siempre que la participación se haya adquirido con fondos procedentes del mismo grupo consolidado. Por ello, conviene no computar como recursos propios las participaciones de empresas del grupo no consolidadas en empresas del grupo consolidadas, al menos hasta el límite de los apoyos crediticios, dinerarios o de firma, concedidos a aquéllas por cualquiera de las sociedades consolidadas. Esta es la solución que se ha venido adoptando en España<sup>39</sup>, aunque no se encuentra prevista en la normativa comunitaria.

### **3.2. Tratamiento de la diferencia negativa de primera consolidación**

Esta diferencia surge cuando el precio de adquisición de la participación fue inferior al valor teórico de la misma deducido de los libros de la sociedad dependiente. Entendemos incorrecto el tratamiento como recursos propios de esta diferencia, que en España había sido aceptado hasta la entrada en vigor de la reciente reforma de la contabilidad bancaria, ya que en la mayor parte de los casos debe interpretarse, con mejor criterio, como una provisión compensatoria del valor de la participación. No obstante, la normativa comunitaria admite, aunque no impone, su asimilación a las reservas consolidadas<sup>40</sup>.

### **3.3. Tratamiento del fondo de comercio de consolidación**

El fondo de comercio surge cuando el precio de adquisición de la participación fue superior al valor teórico de la misma, deducido de los libros de la sociedad dependiente, por la parte no atribuible a partidas concretas del balance. La normativa comunitaria exige deducir dicho fondo de los recursos propios<sup>41</sup>, lo que hasta ahora no se había previsto en España, aunque se preveía su amortización en cinco años.

### **3.4. Tratamiento de las diferencias de conversión**

Estas diferencias se derivan de la conversión a la moneda local de las cuentas anuales de las sociedades extranjeras incluidas en la consolidación. Es razonable su tratamiento como recursos propios, aunque hasta ahora no se había admitido en España. El nuevo modelo de balance consolidado de las entidades de crédito las incluye, sin embargo, entre las reservas en sociedades consolidadas<sup>42</sup>.

### **3.5. Tratamiento de las acciones propias**

En los distintos sistemas jurídicos suele prohibirse o limitarse la adquisición de las propias acciones, dado el problema de ineffectividad de recursos propios que implica. En España, desde la última reforma de la legislación mercantil, las acciones propias de la sociedad dominante en poder de la misma sociedad o sus dependientes no pueden superar el 10 % de su capital social, o el 5 % si cotizan<sup>43</sup>. El problema para el supervisor bancario se resuelve, en todo caso, deduciendo el valor contable de tales acciones en el cómputo de los recursos propios del grupo, como es unánimemente aceptado.

### **3.6. Participaciones en empresas asociadas**

En la consolidación, las empresas asociadas deben valorarse por el procedimiento de puesta en equivalencia, pero estas mismas participaciones se reflejarán contablemente según los criterios generales en los balances individuales de las entidades de crédito. En el caso de que no exista un grupo de sociedades, al no darse el presupuesto para que la consolidación se produzca, no procede valorar especialmente estas participaciones, lo que ocasiona una contradicción desde el punto de vista del cómputo de los recursos propios. En efecto: las plusvalías en empresas asociadas, al menos en la parte no absorbida por la amortización del fondo de comercio de consolidación, computan como recursos propios en un grupo bancario, pero no en una entidad de crédito individual, ya que en su balance no se admitirá una valoración superior al precio de adquisición.

### **3.7. Coexistencia en el grupo de sociedades sometidas a distintas normas de solvencia**

Cuando en un mismo grupo coexisten sociedades sometidas a distintas normas de solvencia, bien consoliden sus balances entre sí (p.e., sociedades bancarias y de valores), bien no consoliden sus balances (p.e., las anteriores y sociedades de seguros), se debe cuestionar la forma de cumplimiento de estas normas, especialmente si se admiten participaciones recíprocas.

En el caso de sociedades que consoliden sus balances, podría plantearse si resulta justificado que convivan normas de solvencia de exigencia desigual. Asumiendo su existencia, podría, incluso, plantearse si resulta preferible rechazar la consolidación, aunque parece mejor impulsar una

homogeneización normativa que asemeje la valoración de los riesgos tenidos en cuenta para la determinación de los recursos propios mínimos, y la definición de los computables. En el Proyecto de Ley de Recursos Propios se aborda este problema, obligando a los grupos consolidables de entidades de crédito que incluyan otros tipos de entidades financieras sometidas a requerimientos específicos a mantener unos recursos propios iguales a la suma de los requerimientos establecidos para cada clase de entidades, calculados de forma individual o subconsolidada, según sus normas especiales, si esta cifra es superior a la que se requeriría aplicando al grupo consolidado las normas de solvencia bancarias.

En el caso de sociedades que no consoliden, parece imprescindible exigir al grupo unos recursos propios suficientes para atender las exigencias mínimas de las distintas regulaciones, tal como se prevé también en el Proyecto de Ley de Recursos Propios.

Sin un adecuado tratamiento, la existencia de diferentes normas de solvencia podría ocasionar la aparición de oportunidades de arbitraje legal. De esta forma, los grupos podrían reducir sus necesidades de recursos propios, manteniendo el mismo nivel de riesgos, si planifican convenientemente sus inversiones, situándolas en las sociedades con menor exigencia de dichos recursos.

#### **4. La información como complemento de la consolidación**

Que la consolidación no deba extenderse más allá de lo que los propios objetivos de la supervisión bancaria señalan, no significa que haya de existir indiferencia ante el conjunto de problemas ya sugeridos y no resueltos con dicha técnica. El supervisor debe contar, además, con una segunda herramienta —la información— que habrá de permitirle llegar a un conocimiento completo de los riesgos del grupo bancario, ya sean derivados de las relaciones del mismo con sociedades dependientes —caso que no suele plantear problemas—, ya sean derivados de sus relaciones con sociedades ascendientes o matrices no bancarias —caso en el que se suele oponer mayor resistencia. Si realmente se pretende que dicha información sea eficaz, se hace conveniente que, cuando la situación lo requiera, exista la posibilidad de verificarla, especialmente si procede de sociedades no sujetas a vigilancia y no es posible contrastar la información con otras autoridades supervisoras.

Resultan muy elocuentes las dos siguientes normas incluidas en la directiva comunitaria recientemente aprobada, que tendrán su correspondiente reflejo en la futura Ley de Recursos Propios:

*Hasta una posterior coordinación de los métodos de consolidación, los Estados miembros dispondrán que, cuando la empresa matriz de una o de varias entidades de crédito sea una sociedad mixta de cartera, las autoridades competentes responsables de la autorización y de la supervisión de dichas entidades de crédito exijan a la sociedad mixta de cartera y a sus filiales, dirigiéndose directamente a aquéllas o por mediación de las entidades de crédito filiales, la comunicación de toda información útil para ejercer la supervisión sobre las entidades de crédito filiales.*

*Los estados miembros dispondrán que sus autoridades competentes puedan realizar, o encomendar a auditores externos, la comprobación «in situ» de la información facilitada por las sociedades mixtas de cartera y sus filiales<sup>44</sup>.*

## **5. Facultades de decisión sobre estructuras de los conglomerados**

Como viene quedando de manifiesto en las páginas anteriores, la complejidad de la supervisión de los conglomerados financieros depende del tipo de estructura de los mismos. No cabe duda de que el interés del supervisor pasa por la existencia de una matriz bancaria en el grupo, y, más aún, que, cuando en el grupo coexistan intereses financieros y comerciales o industriales, unos y otros estén lo suficientemente separados para poder identificar dos subgrupos sin participaciones recíprocas entre sí. Por esta causa, en ocasiones, se reclama que las autoridades cuenten con ciertas facultades que eviten la posible aparición de conglomerados controlables sólo con excesivas dificultades y riesgos. Estas podrían consistir en:

- Exigir autorización para cualquier toma de participación que implique la aparición de un conglomerado o la modificación de su estructura.
- Establecer un control en la toma de participaciones en una sociedad de un grupo bancario, para examinar que los nuevos accionistas no se opongan hipotéticamente a un sistema de gestión sano y prudente.
- Hacer posible la retirada de la licencia bancaria cuando la práctica revele la imposibilidad del ejercicio de una supervisión eficaz.

La adopción de medidas como las anteriores, especialmente las más rigurosas, requeriría una correcta definición de los casos en que se consi-

dera inadmisibles una estructura e incluso una armonización a nivel internacional.

## **6. Medidas para tratar los conflictos de interés**

Sin duda, en el ámbito general mercantil, la consolidación es una primera medida para proteger los intereses en juego, aunque sólo sea por la vía de la información. En algunas legislaciones, se ofrece a los socios minoritarios algunos mecanismos para paliar su situación de debilidad en el grupo, como el derecho de separación o el derecho de canje de títulos por otros de la sociedad dominante.

Ya dijimos que, en el ámbito estrictamente financiero los principales motivos de aparición de conflictos eran dos:

a) Las necesidades del subgrupo industrial integrado en el conglomerado (ya sea dependiente del grupo bancario, o de una sociedad mixta de cartera). Ante ello, al supervisor le conviene tener ciertas facultades de examen del accionariado de los bancos a fin de asegurar que no existan intereses ajenos a la actividad bancaria que puedan comprometer la actuación futura de las entidades de crédito. En este sentido, deben ser objeto de vigilancia especial las operaciones crediticias con sociedades del grupo, particularmente con matrices no sujetas a supervisión, ante el riesgo de que estas inversiones se realicen sin observancia de los criterios habituales de prudencia necesarios para la concesión de operaciones. Es razonable proponer una limitación de los riesgos del grupo bancario con el subgrupo industrial, y ello no sólo como medida para proteger algunos intereses en juego, sino también para impedir que problemas en sociedades no supervisadas comprometan la situación de los bancos.

b) La oferta de una variedad amplia de productos financieros, muchas veces sustitutivos entre sí. Se suele proponer que se establezca una separación clara de las actividades que pueden dar origen a conflictos, mediante la técnica denominada *murallas chinas*, esto es, regulando un conjunto de medidas que garanticen la separación pretendida, tales como restricciones en el acceso a la información, medidas de seguridad para garantizar su confidencialidad, y un código de conducta interno que haga posible un tratamiento equitativo de los conflictos. En España, sólo la normativa del mercado de valores ha abordado el tema.

## **7. Coordinación entre autoridades supervisoras**

### **7.1. Concurrencia de autoridades supervisoras por razón de la actividad**

Cuando por este motivo coexisten varias autoridades, la supervisión puede estar organizada con criterios institucionales (a cada tipo de entidad corresponde una autoridad diferente), o con criterios funcionales (a cada tipo de actividad corresponde una autoridad diferente). En España, la atribución de competencias al Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Dirección General de Seguros se produce fundamentalmente con criterios institucionales, aunque cada una de las dos primeras ejerce, con respecto a sociedades tuteladas por la otra, ciertas facultades de control definidas con criterios funcionales.

Pues bien: la existencia de conglomerados financieros requiere adoptar alguna medida para garantizar su supervisión global. Estas podrían consistir en:

- Avanzar hacia una homogeneización de sus reglas de solvencia, aspecto ya considerado en puntos anteriores.
- Lograr una coordinación entre las autoridades supervisoras, garantizando la existencia de canales de información suficientes para asegurar la eficacia de la supervisión.
- Nombrar una autoridad supervisora única con responsabilidad sobre todo el conglomerado (la denominada *lead regulator*), medida que exigiría identificar la principal línea de negocio para designar el organismo supervisor competente.
- Reunir en una sola autoridad las competencias de supervisión en el ámbito financiero, medida ésta que, más que orientada a resolver los problemas planteados por la coexistencia de supervisores, está destinada a cuestionar la razonabilidad misma de tal coexistencia.

En España se sigue la vía señalada en segundo término. En el Proyecto de Ley de Recursos Propios se contienen diversas reglas para la coordinación de las distintas autoridades supervisoras.

### **7.2. Concurrencia de distintas autoridades supervisoras nacionales**

Parece también necesario que el tratamiento de los grupos multinacionales se aborde desde la perspectiva del principio de supervisión glo-

bal, lo que hace necesario que exista una comunicación fluida entre las autoridades supervisoras de los distintos países para garantizar la estabilidad y solvencia del grupo. Ahora bien: junto a la responsabilidad internacional del supervisor del grupo, las autoridades nacionales efectuarán una vigilancia propia del subgrupo domiciliado en su país<sup>45</sup>.

La directiva comunitaria prevé que la supervisión consolidada se ejerza por la autoridad del siguiente país:

- a) el de la matriz bancaria,
- b) el de la entidad de crédito filial de una sociedad financiera de cartera,
- c) el de la sociedad financiera de cartera si existen varias entidades de crédito autorizadas en distintos Estados miembros, siempre que una de ellas radique en el mismo país que la matriz,
- d) en otro caso, las autoridades competentes involucradas acordarán quién debe ejercer la supervisión y, a falta de consenso, se designará al Estado que haya autorizado la entidad de crédito con el total de balance más elevado<sup>46</sup>.

Junto a ello, establece normas que garanticen la comunicación de información para facilitar el ejercicio de la supervisión consolidada.

## **8. Otras medidas**

### **8.1. Régimen de sanciones**

La posibilidad de aplicar sanciones por infracciones de las normas de supervisión a la sociedad matriz y a sus directivos y consejeros, como responsables últimos de la gestión de cualquier entidad de crédito incluida en el conglomerado, aumentaría la eficacia de la actuación supervisora.

### **8.2. Auditoría externa**

Convendría al supervisor que la visión conjunta del conglomerado hubiera sido también contemplada por los auditores externos en el desarrollo de su labor, por lo que sería deseable que las distintas sociedades de un grupo fueran revisadas por el mismo auditor y con las mismas normas técnicas.

## NOTAS

1. Artº 3.1 de la Directiva del Consejo 92/30/CEE, de 6 de abril, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada. (Sustituye a la Directiva 83/350/CEE, de 13 de junio).
2. Dicha Orden Ministerial ha sido derogada por el Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre, por el que se aprueban las normas para formulación de las cuentas anuales consolidadas.
3. Especialmente, el Real Decreto 1414/1977, de 17 de junio, sobre declaración consolidada en el impuesto sobre sociedades.
4. Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficiente de inversión, recursos propios y obligaciones de información de intermediarios financieros.  
Existe un proyecto de ley sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, que modifica el título II de la Ley 13/1985, cuya aprobación y publicación se espera próximamente.
5. El artº 1.1 de la VII Directiva del Consejo 83/349/CEE, de 13 de junio, basada en el artº 54, párrafo 3, punto g) del tratado, relativa a las cuentas consolidadas dispone:  
*Los estados miembros impondrán a toda empresa sujeta a su derecho nacional la obligación de establecer cuentas consolidadas y un informe consolidado de gestión si esta empresa (empresa matriz):*
  - a) *tiene la mayoría de los derechos de voto de los accionistas o asociados de una empresa (empresa filial), o*
  - b) *tiene el derecho de nombrar o revocar a la mayoría de los miembros del órgano de administración, de dirección o de control de una empresa (empresa filial) y es al mismo tiempo accionista o asociada de esta empresa, o*
  - c) *tiene derecho de ejercer una influencia dominante sobre una empresa (empresa filial) de la que es accionista o asociada, en virtud de un contrato celebrado con ella o en virtud de una cláusula estatutaria de tal empresa, cuando el derecho del que dependa esta empresa filial permita que quede sujeta a tales contratos o cláusulas estatutarias; los Estados miembros podrán no prescribir que la empresa matriz sea accionista o asociada de la empresa filial. Los Estados miembros cuyo derecho no prevea tal contrato o tal cláusula estatutaria no estarán obligados a aplicar esta disposición, o*
  - d) *sea accionista o asociada de una empresa y*
    - i. *la mayoría de los miembros del órgano de administración, de dirección o de control de esta empresa (empresa filial), en función durante el ejercicio y en el ejercicio anterior y hasta el establecimiento de cuentas consolidadas, hayan sido nombrados por efecto del solo ejercicio de sus derechos de voto, o*
    - ii. *que ella sola controle, en virtud de un acuerdo celebrado con otros accionistas o asociados de esta empresa (empresa filial) la mayoría de los derechos de voto de los accionistas o asociados de ésta. Los Estados miembros podrán adoptar disposiciones más detalladas relativas a la forma y contenido de este acuerdo.*

*Los Estados miembros impondrán, al menos, la reglamentación que figura en el punto ii).*

*Podrán subordinar la aplicación del punto i) al hecho de que el porcentaje de la participación sea igual o superior al 20 % de los derechos de voto de los accionistas o asociados.*

*Sin embargo, el punto i) no será aplicable si otra empresa tiene, respecto a esta empresa filial, alguno de los derechos a que se refieren las letras a), b) o c).*

6. Véase, a este respecto, el artº 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, sobre Mercado de Valores.
7. La Ley 19/1989, de 25 de julio, de Reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la CEE en materia de sociedades, incorporó al Código de Comercio, en sus arts. 42 y ss., una regulación parcial de los grupos de sociedades.
8. Esta definición de entidad de crédito, incorporada a nuestro Derecho por el artº 1.1 del Real Decreto legislativo 1298/1986, de 28 de junio, está basada en la definición de la Directiva 77/780, de 12 de diciembre. En particular, se conceptúan entidades de crédito en España el ICO y entidades oficiales de crédito, los bancos privados, cajas de ahorros, CECA, Caja Postal de Ahorros, cooperativas de crédito, sociedades de crédito hipotecario, entidades de financiación, sociedades de arrendamiento financiero y sociedades mediadoras del mercado de dinero.
9. En ocasiones, se ha aplicado este término sin la concurrencia de pluralidad societaria, esto es, a una sola sociedad, que, a través de distintos estamentos de su organización, presta variados servicios financieros. Para evitar confusiones semánticas, nos parece oportuno renunciar a esta acepción que, en todo caso, designaría entidades a las que no se refiere la problemática analizada.
10. Artº 1 de la Directiva del Consejo 83/350/CEE, de 13 de junio de 1983, relativa a la vigilancia de las entidades de crédito basada en su situación consolidada.
11. Artº 1 de la Directiva 92/30/CEE del Consejo, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada.
12. Números 2 a 12 del Anexo de la Directiva 89/646/CEE, de 15 de diciembre.
13. Definición tomada de la Directiva 92/30/CEE del Consejo, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada.
14. Directiva del Consejo 89/647/CEE, de 18 de diciembre de 1989 sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito.
15. Introducido por la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficiente de inversión, recursos propios y obligaciones de información de intermediarios financieros.
16. Véase el artº 47 del Código de Comercio, y arts. 4, 12, 44 y 45 de las Normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas. (R.D. 1815/1991, de 20 de diciembre).
17. Véase el artº 5.2 de la Directiva 92/30/CEE del Consejo, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada.
18. Véase el artº 43.2 del Código de Comercio.
19. Véase el artº 11.2 de las Normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas. (R.D. 1815/1991, de 20 de diciembre).

20. Véase artº 2.2.a) del Real Decreto 1371/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la consolidación de los estados contables de las entidades de depósito.  
En el Proyecto de Ley de Recursos Propios se prevé que reglamentariamente se determinarán los tipos de entidades financieras que deberán incluirse en la consolidación, aunque en todo caso formarán parte las siguientes:
- a) las entidades de crédito,
  - b) las sociedades y agencias de valores,
  - c) las sociedades de inversión mobiliaria,
  - d) las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva o de fondos de pensiones,
  - e) las sociedades gestoras de cartera,
  - f) las sociedades de capital-riesgo y las gestoras de fondos de capital-riesgo,
  - g) las entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones,
  - h) las sociedades instrumentales.
21. Artº 76, en relación con el 71, de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de valores.
22. Véase Disposición Adicional Sexta de la Ley 4/1990, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 1990.
23. Artº 3.2 de la Directiva 92/30/CEE del Consejo, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada.
24. Artº 2.2.a) del Real Decreto 1371/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la consolidación de los estados contables de las entidades de depósito.
25. Artº 8.1 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre Coeficiente de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, en su redacción original.
26. Artº 8.1 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficiente de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, en su redacción original.
27. Norma 22ª de la Circular 4/1991 del Banco de España, de 14 de junio, sobre Normas de contabilidad de las entidades de crédito y modelos de estados financieros.
28. Artº 2.2.c) del Real Decreto 1371/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la consolidación de los estados contables de las entidades de depósito.
29. Artº 43.2.a) del Código de Comercio y artº 8 de las Normas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas.
30. Artº 3.3 de la Directiva 92/30/CEE del Consejo, relativa a la supervisión de las entidades de crédito sobre una base consolidada, según el cual las autoridades competentes pueden renunciar a incluir una entidad de crédito o una entidad financiera en la consolidación:
- Cuando la empresa de que se trate no presente un interés significativo, a juicio de las autoridades competentes, con respecto a los objetivos de la supervisión de las entidades de crédito y, en cualquier caso, cuando el total del balance de la empresa que haya de incluirse sea inferior al más bajo de los dos importes siguientes: 10 millones de ecus o el 1 % del total del balance de la empresa matriz o de la empresa que posea la participación. En el supuesto de que varias empresas respondan a los criterios antes mencionados, deberán, no obstante, incluirse*

*en la consolidación siempre que el conjunto formado por tales empresas presente un interés significativo con respecto al objetivo señalado anteriormente.*

31. Artº 5.1 de la Directiva 92/30/CEE del Consejo, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada.
32. Una Orden Ministerial de 31 de marzo de 1989 atribuye al Banco de España la facultad de establecer y modificar las normas contables de las entidades de crédito, de conformidad con lo dispuesto en el artº 48.3 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e intervención de las entidades de crédito. En ejercicio de dicha facultad, el Banco de España ha publicado la Circular 4/1991, de 14 de junio.
33. Una Orden Ministerial de 26 de julio de 1989 desarrollando el artº 86 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, autoriza a la Comisión Nacional del Mercado de Valores a establecer las normas contables de las sociedades y agencias de valores, estando en vigor sobre la materia la Circular 5/1990, de 28 de noviembre, de aquel organismo.
34. En España se presume que son asociadas las empresas en que se participa, al menos, con el 20 % del capital social (3 % si cotizan en bolsa).
35. Circular 4/1991 del Banco de España, de 14 de junio (entrada en vigor el 1 de enero de 1992).
36. Propuesta modificada de Directiva del Consejo sobre la Adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, presentada por la Comisión el 27 de enero de 1992.
37. Véase el artº 5.1 de la Directiva 89/299/CEE del Consejo, de 17 de abril, relativa a los fondos propios de las entidades de crédito.
38. Artº 3.4 de la Directiva 89/647/CEE del Consejo, de 18 de Diciembre, sobre el Coeficiente de solvencia de las entidades de crédito.
39. Norma 2ª, 1.e) de la Circular 19/1989 del Banco de España, de 13 de diciembre, sobre Determinación y control de los recursos propios mínimos.
40. Artº 5.1 de la Directiva 89/299/CEE del Consejo, de 17 de abril, relativa a los fondos propios de las entidades de crédito.
41. Artº 5.2 de la Directiva 89/299/CEE del Consejo, de 17 de abril, relativa a los fondos propios de las entidades de crédito.
42. Circular 4/91 del Banco de España, de 14 de junio, sobre Normas de contabilidad de las entidades de crédito y modelos de estados financieros.
43. Artº 75 y Disposición Adicional Primera del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.
44. Artº 6 de la Directiva 92/39/CEE del Consejo, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada.
45. Un importante paso sobre estas ideas ha sido el denominado *Concordato de Basilea*, elaborado en 1983 por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Se ha aprobado también un suplemento en abril de 1990.
46. Artº 4 de la Directiva 92/30/CEE del Consejo, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 8901 **M<sup>a</sup> de los Llanos Matea Rosa:** Funciones de transferencia simultáneas del índice de precios al consumo de bienes elaborados no energéticos.
- 8902 **Juan J. Dolado:** Cointegración: una panorámica.
- 8903 **Agustín Maravall:** La extracción de señales y el análisis de coyuntura.
- 8904 **E. Morales, A. Espasa y M. L. Rojo:** Métodos cuantitativos para el análisis de la actividad industrial española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9001 **Jesús Albarracín y Concha Artola:** El crecimiento de los salarios y el deslizamiento salarial en el período 1981 a 1988.
- 9002 **Antoni Espasa, Rosa Gómez-Churruca y Javier Jareño:** Un análisis econométrico de los ingresos por turismo en la economía española.
- 9003 **Antoni Espasa:** Metodología para realizar el análisis de la coyuntura de un fenómeno económico. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9004 **Paloma Gómez Pastor y José Luis Pellicer Miret:** Información y documentación de las Comunidades Europeas.
- 9005 **Juan J. Dolado, Tim Jenkinson and Simon Sosvilla-Rivero:** Cointegration and unit roots: A survey.
- 9006 **Samuel Bentolila and Juan J. Dolado:** Mismatch and Internal Migration in Spain, 1962-1986.
- 9007 **Juan J. Dolado, John W. Galbraith and Anindya Banerjee:** Estimating euler equations with integrated series.
- 9008 **Antoni Espasa y Daniel Peña:** Los modelos ARIMA, el estado de equilibrio en variables económicas y su estimación. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9009 **Juan J. Dolado and José Viñals:** Macroeconomic policy, external targets and constraints: the case of Spain.
- 9010 **Anindya Banerjee, Juan J. Dolado and John W. Galbraith:** Recursive and sequential tests for unit roots and structural breaks in long annual GNP series.
- 9011 **Pedro Martínez Méndez:** Nuevos datos sobre la evolución de la peseta entre 1900 y 1936. Información complementaria.
- 9101 **Javier Valles:** Estimation of a growth model with adjustment costs in presence of unobservable shocks.
- 9102 **Javier Valles:** Aggregate investment in a growth model with adjustment costs.
- 9103 **Juan J. Dolado:** Asymptotic distribution theory for econometric estimation with integrated processes: a guide.
- 9104 **José Luis Escrivá y José Luis Malo de Molina:** La instrumentación de la política monetaria española en el marco de la integración europea. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9105 **Isabel Argimón y Jesús Briones:** Un modelo de simulación de la carga de la deuda del Estado.
- 9106 **Juan Ayuso:** Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9107 **Juan J. Dolado y José Luis Escrivá:** La demanda de dinero en España: definiciones amplias de liquidez. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9108 **Fernando C. Ballabriga:** Instrumentación de la metodología VAR.
- 9109 **Soledad Núñez:** Los mercados derivados de la deuda pública en España: marco institucional y funcionamiento.
- 9110 **Isabel Argimón y José M<sup>o</sup> Roldán:** Ahorro, inversión y movilidad internacional del capital en los países de la CE. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9111 **José Luis Escrivá y Román Santos:** Un estudio del cambio de régimen en la variable instrumental del control monetario en España. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9112 **Carlos Chuliá:** El crédito interempresarial. Una manifestación de la desintermediación financiera.

- 9113 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas.
- 9114 **Miguel Sebastián:** Un análisis estructural de las exportaciones e importaciones españolas: evaluación del período 1989-91 y perspectivas a medio plazo.
- 9115 **Pedro Martínez Méndez:** Intereses y resultados en pesetas constantes.
- 9116 **Ana R. de Lamo y Juan J. Dolado:** Un modelo del mercado de trabajo y la restricción de oferta en la economía española.
- 9117 **Juan Luis Vega:** Tests de raíces unitarias: aplicación a series de la economía española y al análisis de la velocidad de circulación del dinero (1964-1990).
- 9118 **Javier Jareño y Juan Carlos Delrieu:** La circulación fiduciaria en España: distorsiones en su evolución.
- 9119 **Juan Ayuso Huertas:** Intervenciones esterilizadas en el mercado de la peseta: 1978-1991.
- 9120 **Juan Ayuso, Juan J. Dolado y Simón Sosvilla-Rivero:** Eficiencia en el mercado a plazo de la peseta.
- 9121 **José M. González-Páramo, José M. Roldán y Miguel Sebastián:** Issues on Fiscal Policy in Spain.
- 9201 **Pedro Martínez Méndez:** Tipos de interés, impuestos e inflación.
- 9202 **Víctor García-Vaquero:** Los fondos de inversión en España.
- 9203 **César Alonso y Samuel Bentolila:** La relación entre la inversión y la «Q de Tobin» en las empresas industriales españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9204 **Cristina Mazón:** Márgenes de beneficio, eficiencia y poder de mercado en las empresas españolas.
- 9205 **Cristina Mazón:** El margen precio-coste marginal en la encuesta industrial: 1978-1988.
- 9206 **Fernando Restoy:** Intertemporal substitution, risk aversion and short term interest rates.
- 9207 **Fernando Restoy:** Optimal portfolio policies under time-dependent returns.
- 9208 **Fernando Restoy and Georg Michael Rockinger:** Investment incentives in endogenously growing economies.
- 9209 **José M. González-Páramo, José M. Roldán y Miguel Sebastián:** Cuestiones sobre política fiscal en España.
- 9210 **Angel Serrat Tubert:** Riesgo, especulación y cobertura en un mercado de futuros dinámico.
- 9211 **Soledad Núñez Ramos:** Fras, futuros y opciones sobre el MIBOR.
- 9212 **Federico J. Sáez:** El funcionamiento del mercado de deuda pública anotada en España.
- 9213 **Javier Santillán:** La idoneidad y asignación del ahorro mundial.
- 9214 **María de los Llanos Matea:** Contrastes de raíces unitarias para series mensuales. Una aplicación al IPC.
- 9215 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo y José María Roldán:** Ahorro, riqueza y tipos de interés en España.
- 9216 **Javier Azcárate Aguilar-Amat:** La supervisión de los conglomerados financieros.

---

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores a 1989 figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.

|   |
|---|
| <p><b>Información:</b> Banco de España<br/>Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión<br/>Teléfono: 338 51 80<br/>Alcalá, 50. 28014 Madrid</p> |
|---|