

**ESTABILIDAD FINANCIERA**

**05/2010**

**N.º 18**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosystem









**ESTABILIDAD FINANCIERA MAYO 2010**

Número 18

*ESTABILIDAD FINANCIERA* es una revista semestral que tiene como objetivo servir de plataforma de comunicación y diálogo sobre cualquier aspecto relativo a la estabilidad financiera, con especial dedicación a las cuestiones de regulación y supervisión prudenciales.

*ESTABILIDAD FINANCIERA* es una publicación abierta, en la que, junto a contenidos institucionales, tienen cabida colaboraciones personales de investigadores y profesionales del sector financiero, que serán sometidas a un proceso de evaluación anónima. Los trabajos y comentarios sobre la revista deberán enviarse a la dirección de correo electrónico (ef@bde.es).

Consejo Editorial de *ESTABILIDAD FINANCIERA*: Javier Aríztegui (Banco de España), Gonzalo Gil (Banco Pastor), Rafael Repullo (CEMFI), Vicente Salas (Universidad de Zaragoza), Julio Segura (CNMV) y Xavier Freixas (Universitat Pompeu Fabra).  
Secretario del Consejo: Ricardo Fernández (Banco de España).

**Los artículos firmados son responsabilidad exclusiva de sus autores y no reflejan necesariamente la opinión del Banco de España.**

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2010

© Autores colaboradores externos:  
Dirk Schoenmaker  
Rosa M.ª Lastra  
Francisco Uría

ISSN: 1579-2498 (edición impresa)  
ISSN: 1579-3621 (edición electrónica)  
Depósito legal: M. 22994-2003  
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

## ÍNDICE

**Entidades financieras sistémicas: discusión de posibles medidas** 9

Cristina Iglesias-Sarria y Fernando Vargas

**Burden sharing for cross-border banks** 31

Dirk Schoenmaker

**Central bank independence and financial stability** 49

Rosa M.<sup>a</sup> Lastra

**Las nuevas propuestas de Basilea en materia de riesgo de liquidez: de un enfoque cualitativo a un enfoque cuantitativo** 67

Beatriz M.<sup>a</sup> Domingo Ortuño

**Crisis financiera, mecanismos de apoyo a las entidades de crédito en dificultades y derecho de la competencia** 83

Francisco Uría





## ENTIDADES FINANCIERAS SISTÉMICAS: DISCUSIÓN DE POSIBLES MEDIDAS

Cristina Iglesias-Sarria y Fernando Vargas (\*)

(\*) Cristina Iglesias-Sarria y Fernando Vargas pertenecen a la Dirección General Adjunta de Supervisión del Banco de España. Los autores agradecen los comentarios de Linette J. Field. Este artículo es responsabilidad exclusiva de los autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.



## Entidades financieras sistémicas: discusión de posibles medidas

Uno de los grandes temas planteados como consecuencia de la crisis financiera es el tratamiento de las «entidades sistémicas» (SIFI). Este artículo analiza y cuestiona determinados aspectos sobre los que han girado las reflexiones acerca de este asunto. Presenta un análisis general sobre las causas de la crisis, observando que no ha sido una crisis específica de las SIFI, aunque estas merecen una atención especial por razones de coste público y riesgo moral. Por ello, propone que las medidas que se tomen para las SIFI se integren en un marco general, aunque puedan ser (o resultar) más intensas para ellas. Señala la complejidad de la evaluación del riesgo sistémico que generan las entidades, destacando los peligros de la elaboración de listas de SIFI y del uso de sistemas simples de medición del riesgo sistémico para una eventual implantación de medidas específicas sobre las mismas. Describe medidas que se están analizando en los foros internacionales, clasificándolas entre aquellas que reducen la probabilidad de quiebra (entre las que destaca un recargo de capital), el impacto de la quiebra y el coste del eventual rescate, señalando la importancia de combinar las medidas, de evaluar sus efectos sobre el comportamiento de las entidades, con atención al arbitraje regulatorio, y de tener en cuenta el nuevo marco regulatorio propuesto por el Comité de Basilea.

*Cuando creíamos que teníamos todas las respuestas, de pronto, cambiaron todas las preguntas.*

Mario Benedetti

### **1 Introducción: ¿Crisis sistémica o crisis de entidades sistémicas?**

Desde finales de 2008, unas 670 entidades financieras de Estados Unidos y otras 50 de Europa han recibido ayudas públicas. El coste total de estas ayudas en Europa y en Estados Unidos ha sido de casi 430 mm de euros, y estas cifras son mucho mayores cuando se incluyen los avales públicos y otras garantías: solo en la UEM, se estima que hasta la fecha los Gobiernos habían gastado 1.057 mm de euros en inyecciones de capital, avales y otras financiaciones. Además, el efecto de la crisis financiera sobre el sector real ha tenido un enorme impacto en términos de crecimiento y bienestar.

El ingente coste para el sector público y, en consecuencia, para los contribuyentes ha sido impopular y difícil de explicar desde una perspectiva política. Desde un punto de vista económico, la explicación es que el impacto (o coste) que la quiebra de esos bancos hubiera tenido sobre el resto del sistema financiero y sobre la economía real hubiera sido superior al coste de las ayudas públicas.

El coste para el contribuyente es una de las consecuencias negativas de los rescates bancarios con dinero público que hemos presenciado en estos últimos meses; quizá la más visible, pero no es la única.

El rescate, además, ha refrendado la idea de que existen entidades «demasiado sistémicas para caer» (que en este artículo denominaremos *Systemically Important Financial Institutions* o SIFI), pues, al ser su quiebra más costosa que su rescate, operan con una especie de garantía pública implícita; esto es, la percepción de las propias entidades y de los distintos agentes del mercado es que el Estado no va a permitir que caigan. Esto es lo que se conoce como riesgo moral (*moral hazard*).

Esta situación distorsiona la relación entre los distintos agentes y la entidad, generando incentivos negativos en su comportamiento y desigualdad competitiva que llevan a una asignación

no óptima de los recursos financieros, dando lugar, además, a una retroalimentación en la generación de riesgo sistémico y riesgo moral de las entidades sistémicas. Por una parte, la entidad (sus gestores) podrá estar más dispuesta a asumir mayores riesgos; por otra, los inversores estarán más dispuestos a confiarle sus fondos, incluso a menores tipos, otorgándole una ventaja competitiva que origina una mala asignación de recursos. Y esto último, tanto más cuanto que las operaciones de rescate han asegurado que todos los acreedores —y en muchos casos los tenedores de algunas formas de capital, como las acciones preferentes— recuperan su dinero.

Por ello, el rescate de bancos ha abierto una amplia reflexión sobre posibles soluciones políticas a los problemas de las SIFI. Estas reflexiones, y la necesidad de actuar, están teniendo más importancia y urgencia en aquellos países donde los rescates han sido más sustanciales y la opinión pública está más sensibilizada sobre el problema.

Lo que está fuera de duda es que el problema de las entidades sistémicas, su identificación y su tratamiento deben abordarse desde una perspectiva internacional. Estas entidades tienen, casi por definición, una naturaleza global y deben buscarse soluciones o instrumentos comunes para abordar los problemas planteados por su existencia. Por ello, en los foros internacionales se están analizando diversas medidas enfocadas a resolverlos o a mitigarlos.

Cuando se comienza a trabajar en este asunto en el primer trimestre de 2009, las cuestiones iniciales que se plantean son cómo se definen e identifican las entidades sistémicas y cuáles son las medidas específicas para abordar los problemas que generan. Esto es, el enfoque general era el de implantar una serie de medidas sobre un conjunto predefinido de entidades.

Respecto a la primera cuestión, veremos cuáles son las dificultades para la definición de entidad sistémica; respecto a la segunda, la duda es si realmente se necesita un cuerpo regulatorio específico para resolver o mitigar los riesgos que añaden estas entidades. Es fundamental realizar un análisis profundo de ambos extremos, pues, por una parte, la definición de sistémica no es neutral y, por otra, no deben confundirse las causas de la crisis con el impacto que tiene la quiebra de algunas entidades. Si solo se toman medidas (de carácter regulatorio) sobre un conjunto de entidades, por importantes que estas sean, se estará perdiendo la oportunidad de abordar los comportamientos que han sido los desencadenantes de la actual crisis financiera y que pueden serlo de futuras crisis, cualquiera que sea la forma en que se manifiesten.

Por ello, para poder analizar adecuadamente la bondad de las medidas que se utilicen y tener la capacidad de elegir la combinación óptima de las mismas, lo primero que hay que hacer es preguntarse qué falló, cuáles fueron las causas últimas de la crisis que han llevado a esta situación.

Dicho de otro modo ¿nos encontramos ante una crisis de entidades sistémicas o ante una crisis sistémica?

Las causas últimas de la crisis —sea la política monetaria demasiado permisiva permitiendo grandes burbujas de liquidez, sea el impacto de los desequilibrios mundiales— no nos ofrecen mucha guía en lo que nos ocupa. La pregunta sigue siendo por qué esa situación ha provocado estos efectos en la banca y por qué los ha provocado en unas entidades sistémicas (y no sistémicas) y no en otras, demostrando, de alguna manera, que la cualidad de sistémica no es lo fundamental. Lo cierto es que algunas de estas entidades han estado a punto de que-

brar y otras han seguido operando adecuadamente y colaborando a la estabilidad de los mercados; habría, por tanto, que preguntarse el porqué de esta distinta evolución. En principio, la mayor aportación al riesgo sistémico no hace más vulnerables a las SIFI (se podría argumentar incluso lo contrario), pero, si quiebran, los problemas que provocan son muchísimo mayores.

En efecto, en primer lugar, la crisis ha afectado más a las entidades peor gestionadas que, a la vez, se dedicaban a determinadas actividades: inicialmente activos tóxicos y relacionados, posteriormente a sectores de actividad más afectados por la bajada del ciclo económico real. Todo ello, independientemente de que la entidad fuera o no sistémica a priori. Por otro lado, incluso en los inicios de la crisis, se ha visto que las dificultades de entidades que teóricamente no eran sistémicas tenían efectos sistémicos. Finalmente, al extenderse la crisis financiera al sector real, las dificultades se han generalizado, afectando a otras entidades, con independencia de tamaño, complejidad o actividad, como consecuencia de la duración, intensidad, extensión e impacto negativo de la crisis financiera sobre la economía real.

Esta distinción es importante, ya que, en un marco de crisis general (o sistémica), cualquier entidad puede tener efectos sistémicos (en el sentido de que el coste de su quiebra, por impacto, es mayor que el coste de su rescate). Sin embargo, hay entidades que son sistémicas *en todo momento* y, por tanto, presentan problemas de riesgo moral; estas son las que aquí denominamos SIFI.

En consecuencia, una vez reconocido el hecho de que la crisis que hemos experimentado no ha sido propiamente una crisis de entidades sistémicas, hay que analizar sus causas y tomar las medidas de carácter general que las aborden, pero no cabe duda de que hay que hacer un análisis especial para mitigar los problemas que generan las SIFI.

Por ello, el epígrafe 2 destaca algunas de las causas —las fundamentales, en nuestra opinión— de la crisis financiera; el epígrafe 3 comenta algunas de las principales líneas en las que se enmarca el debate internacional; los tres últimos epígrafes describen y comentan con mayor detalle las medidas que se están contemplando, clasificándolas entre aquellas que reducen la probabilidad de quiebra, las que reducen el impacto de la quiebra y las que reducen el coste del eventual rescate, aunque se hace notar que esta clasificación no es pura, pues muchas de las medidas que se presentan tienen efectos cruzados.

Nótese que, aunque el ámbito de las entidades, mercados o instrumentos sistémicos es mucho más amplio, este artículo se centra exclusivamente en las entidades bancarias y en los bancos sistémicos. Así, cuando se habla de SIFI, nos estamos refiriendo a entidades o grupos bancarios.

## **2 Algunas causas de la crisis financiera**

*When you combine ignorance and leverage, you get some pretty interesting results.*

Warren Buffett

Este artículo no tiene como objetivo analizar las causas de la crisis. En los últimos tres años se ha escrito suficiente sobre ello. No obstante, es preciso mirar un poco hacia atrás y tratar de identificar, de entre una larga lista, las causas más relevantes para el tema que nos ocupa. Además de los aspectos macroeconómicos últimos y el entorno general de liquidez citada anteriormente, así como de los fallos de gestión de las entidades y supervisión que se destacan especialmente a continuación, se han identifican fallos regulatorios. Además de deficiencias en el tratamiento regulatorio de algunos riesgos, cabe mencionar, en particular, el ámbito de aplicación de la regulación, con una importante parte del sistema financiero en la sombra;

las normas contables —en particular, las relativas a la (no) consolidación—, así como la proci-  
clicidad de las mismas; la existencia de incentivos inadecuados en el funcionamiento de las  
agencias de calificación externas, etc.

Es importante destacar la existencia de entidades financieras no reguladas y las normas de  
consolidación, porque posibilitan el arbitraje regulatorio, un elemento que hay que tener muy  
en cuenta a la hora de evaluar la bondad de las medidas que se adopten para tratar a las  
SIFI.

Pero, en nuestra opinión, entre las causas de la crisis destacan dos de carácter estructural:  
los incentivos en la gestión interna de las entidades y la supervisión microprudencial nacional  
de las entidades reguladas.

En efecto, ha habido fallos estrepitosos en la *gestión interna de riesgos de las entidades* y en  
los controles internos, como señala un primer informe del *Senior Supervisors Group*<sup>1</sup> emitido  
en marzo de 2008. Ha habido falta de preocupación de la alta dirección por el gobierno inter-  
no, carencia de información adecuada a la alta dirección, falta de identificación efectiva de los  
riesgos en el ámbito del grupo y una aplicación inconsistente de prácticas de valoración rigu-  
rosas en toda la entidad.

También ha habido errores en los incentivos de las entidades financieras (reguladas o no):  
excesiva influencia de los departamentos que generan ingresos frente a los que se encargan  
de la gestión de riesgos y de las funciones de control, con un enfoque en la obtención de  
beneficios a corto plazo y con un comportamiento excesivamente cíclico.

En particular, se produjeron un excesivo apalancamiento y un relajamiento en el análisis de los  
clientes y operaciones, confiando más en las calificaciones externas que en el análisis propio, con  
dejación de la debida diligencia (*due diligence*), una mala gestión de la liquidez, ausencia de  
pruebas de tensión y mecanismos inadecuados de remuneración, por citar los más notables.

Asimismo, se han producido fallos en la *supervisión microprudencial*: los supervisores desco-  
nocían o no valoraron suficientemente la situación y los riesgos de las entidades. Posiblemen-  
te, la principal causa de estos fallos se debe a la aplicación de modelos supervisores de baja  
intensidad inspectora, con escasez de recursos destinados a las inspecciones in situ y sin un  
enfoque anticipativo para la detección temprana de los riesgos.

Además, como señala el informe emitido por el *High Level Group on Financial Supervision in  
the EU* a petición de la Comisión Europea<sup>2</sup>, ha habido otras debilidades en el sistema super-  
visor en relación con la supervisión de los grupos internacionales, derivados de la falta de  
consistencia entre sus prácticas, diferencias entre sus poderes, falta de cooperación entre los  
supervisores, etc. Asimismo, este informe también destaca la falta de una supervisión macro-  
prudencial adecuada.

---

1. Este grupo, creado a petición del entonces Foro de Estabilidad Financiera, reunía a los cinco supervisores de los  
países más importantes en el ámbito financiero (posteriormente se amplió, incluyendo hoy a España). El informe de  
marzo de 2008, *Observations on Risk Management Practices During Recent Market Turbulence*, identificaba las deficien-  
cias en las prácticas de gestión de las entidades que más habían sufrido durante la crisis. En octubre de 2009 emite un  
segundo informe, *Risk Management Lessons from the Global Banking Crisis of 2008*, en el cual concluye que, básica-  
mente, los principales fallos observados un año antes se mantienen. 2. Informe publicado el 25 de febrero de 2009. Es  
conocido como «Informe Larosière», por el nombre de su presidente, y estuvo compuesto por un reducido número de ex-  
pertos europeos (siete, entre los que se encontraba José Pérez Fernández). Fue pedido por la Comisión Europea en octubre  
de 2008 para analizar las causas de la crisis y hacer las correspondientes propuestas sobre la estructura de la supervisión  
financiera en Europa.

Ni todas las entidades ni todos los supervisores cometieron los mismos errores. Algunas entidades estaban bien gestionadas y han sorteado adecuadamente la crisis, y algunos supervisores tenían modelos más adecuados que otros para anticipar la situación, pero lo que probablemente es común a todos es la *ausencia de una perspectiva «macro»*. Durante los años de bonanza económica, la mayoría de las entidades desarrolló sus modelos de gestión y cálculo de riesgos, capital o liquidez, sin tener en cuenta el impacto de su actuación en el entorno presente ni incorporar escenarios de entornos tensos en el futuro, reflejando el comportamiento cíclico de la economía. Estas carencias, además, contribuyeron al comportamiento procíclico de las entidades. Los supervisores, por su parte, no tuvieron una visión macroprudencial suficiente como para identificar o, al menos, para actuar ante riesgos de sistema que afectaron a entidades sanas individualmente consideradas.

Otro fallo común a entidades y supervisores se refiere a la *implantación*. Existían guías y recomendaciones internacionales sobre gestión y control de riesgos que muchas entidades no implantaron adecuadamente, escapando, además, al control de los supervisores, que no hicieron lo suficiente para vigilar que esa implantación se produjera y fuera adecuada.

Por otra parte, una vez iniciada la crisis se han identificado *problemas para el tratamiento de las dificultades de entidades concretas*. Esto ha sido especialmente preocupante en los casos de grupos complejos, en particular en aquellos con una sustancial actividad transfronteriza, donde las diferencias en las regulaciones nacionales han dificultado enormemente la resolución de estos grupos; pero también se ha manifestado en entidades individuales. No ha habido mecanismos que hayan facilitado una liquidación ordenada de las entidades.

En este ámbito también se reparte la responsabilidad entre la falta de previsión de las entidades y las carencias de las autoridades públicas.

### **3 El debate internacional: las medidas para abordar las SIFI**

*It becomes extremely hard to disentangle our idea of the cause from the effect by which we know it.*

Edmund Burke

Los fallos listados en la sección anterior han afectado a todas las entidades y requieren una solución global, aplicable a todas ellas. No obstante, las características diferenciales de las SIFI hacen necesario un tratamiento adicional específico para ellas. Este es precisamente el marco en que se está desarrollando el debate internacional sobre este tema.

El impulso político para el tratamiento específico de las entidades sistémicas comienza en la Cumbre de Jefes de Estado del G 20 de Londres, en abril de 2009, donde se pide al Fondo Monetario Internacional (FMI), al Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS) y al Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)<sup>3</sup> que desarrollen unas guías de uso común para las autoridades nacionales a fin de evaluar la importancia sistémica de las instituciones financieras, mercados e instrumentos. Posteriormente, en la cumbre de Pittsburgh de septiembre se le pidió al FSB que propusiera un conjunto de posibles medidas para abordar los problemas asociados a las SIFI, para su presentación en octubre de 2010. El FSB está trabajando desde entonces en ello, con la colaboración del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (BCBS) y otros comités.

---

3. En esta misma Cumbre de Londres se amplían el mandato y la membresía del anterior Foro de Estabilidad Financiera, creándose el Consejo de Estabilidad Financiera, formado por supervisores, bancos centrales y ministerios de los países del G 20, y, además, España y la Comisión Europea.

3.1 UN ESQUEMA  
DE LAS MEDIDAS EN DISCUSIÓN

Simplificando, los problemas que generan las SIFI son dos: el coste público del rescate en caso de problemas y el riesgo moral. Las medidas que se están estudiando en los foros internacionales para abordar estos dos problemas se listan a continuación, aunque debe notarse que, a efectos expositivos, se están asignando medidas a problemas, cuando lo cierto es que hay claras interrelaciones entre las distintas medidas, como se verá posteriormente.

a. El coste público del rescate

Para una entidad dada, el coste público del rescate será menor cuanto menor sea la probabilidad de que quiebre (esto es, los rescates serán menos frecuentes) y cuanto mayor sea la aportación privada al rescate.

La probabilidad de quiebra puede reducirse de varias maneras; por ejemplo:

- Imponiéndoles normas prudenciales más estrictas, en particular en el campo de las exigencias de capital y de liquidez.
- Sometiéndolas a una supervisión específica más intensa.
- Fijando límites a su actividad o negocio.

La aportación privada al rescate puede aumentarse, por ejemplo, mediante:

- El establecimiento de impuestos específicos.
- La constitución de un fondo de rescate de financiación privada.

b. El riesgo moral

El problema del riesgo moral se puede abordar reduciendo de tal modo el impacto de la quiebra que pase a ser más barato dejar caer a una entidad que rescatarla, de modo que la quiebra se convierta en una alternativa viable y creíble. Esto es, consiguiendo que no haya SIFI.

El impacto de la quiebra puede reducirse de varias maneras; por ejemplo:

- Limitando el tamaño o la interconexión de las entidades, o simplificando su estructura operativa.
- Facilitando su resolución mediante mejores instrumentos de quiebra en manos de las autoridades.
- Exigiendo que las entidades elaboren planes de reestructuración y/o resolución.
- Fortaleciendo las infraestructuras de negociación para que no sufran contagio y permitan una resolución ordenada de las entidades.

Como puede apreciarse, existe un amplio menú de alternativas, no mutuamente excluyentes, que están en estudio en los comités internacionales, sin que por ahora haya una decisión final acerca de qué combinación de las mismas es la preferible ni cómo podrían concretarse, aunque sí hay acuerdo en que no basta una única medida.

Hay dos cuestiones destacables que se comentan a continuación: la identificación de las entidades sistémicas y un requerimiento adicional de capital para las mismas.



Cualquier tratamiento específico de las SIFI exige su previa identificación, ya sea públicamente —si se quiere una regulación particular para ellas— o internamente —si se aplican soluciones supervisoras flexibles caso a caso—. Por ello, para no distorsionar el terreno de juego competitivo, es necesaria la elaboración de guías de común aplicación para la definición de «entidades sistémicas» o medición del riesgo sistémico generado por las entidades financieras; y ello debe referirse tanto a bancos como a otro tipo de entidades, reguladas o no, para evitar el arbitraje regulatorio.

Pues bien, respondiendo a la petición del G 20, el FMI, el BIS y el FSB emitieron un primer informe con sus consideraciones iniciales sobre las «Guías para evaluar la importancia sistémica de las entidades financieras, mercados e instrumentos»<sup>4</sup>.

Uno de los méritos de este informe es que define lo que es «riesgo sistémico». Dice que es el riesgo de interrupción de los servicios financieros que: a) es causado por un deterioro de todo o parte del sistema financiero, y b) tenga el potencial de causar consecuencias negativas serias para la economía real. El documento refleja que la calidad de «importancia sistémica» está condicionada por varios factores: puede variar en el tiempo dependiendo del entorno económico, dependerá de la infraestructura financiera, de la capacidad de reacción en situaciones de crisis, etc. Asimismo, reconoce que la naturaleza de la evaluación también está condicionada por el objetivo político que se persiga (establecer el perímetro regulatorio o calibrar instrumentos financieros).

Se identifican tres criterios claves para evaluar la importancia sistémica de las instituciones y mercados: el tamaño (volumen de servicios financieros que presta), la (no) sustituibilidad (en qué medida otros componentes del sistema pueden prestar los mismos servicios) y la interconexión (vínculos con otros componentes del sistema). Aunque dice que estos tres criterios deben ser complementados por otros, como el apalancamiento, el riesgo de liquidez, los desfases de vencimiento, la complejidad, la estructura y modelo de negocio de los grupos, etcétera.

Finalmente, establece que no puede pretenderse que exista un instrumento cuantitativo preciso y que, para la evaluar la importancia sistémica, siempre se precisará el juicio de experto.

Una cuestión que queremos destacar, al margen de cómo se lleve a cabo la identificación, es que la elaboración de una lista pública de entidades sistémicas puede tener unos efectos contraproducentes para el tratamiento del problema que se está intentando solucionar; en particular, puede exacerbar el riesgo moral.

Una alternativa a las listas es la elaboración de unas guías, con unos criterios claros que permitan identificar (e incluso ordenar) entidades sistémicas, que serían aplicadas de forma consistente por todos los supervisores a los efectos que se determinen. Estas guías podrían ser públicas, por lo que, es cierto, existiría la posibilidad de identificación por el público de las entidades que suponen mayor riesgo sistémico utilizando dichas guías, pero esto no es lo mismo que señalar explícitamente una lista de entidades catalogadas como SIFI.

Dichas guías deben reflejar correctamente los factores que generan el riesgo. No obstante, existe el peligro de que argumentos de simplificación, facilidad y homogeneidad puedan llevar

---

4. *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*, documento del FMI, BIS y FSB publicado el 28 de octubre de 2009.

a una medición inadecuada: no se debe caer en la siempre atractiva idea de la simplificación para determinar la naturaleza sistémica. En particular, cabe el riesgo de sobreponderar la variable tamaño, por ser la más sencilla de cuantificar, perjudicando competitivamente a entidades grandes bien diversificadas, bien gestionadas y con una actividad tradicional de poco riesgo desde el punto de vista de su extensión y efecto en el sistema global.

### 3.3 UN COMENTARIO SOBRE UN RECARGO DE CAPITAL COMO MEDIDA PRINCIPAL

Se ha dicho que hay un amplio menú de potenciales medidas en discusión internacionalmente. Una destaca sobre las demás: la imposición de un recargo en los requerimientos de capital a un conjunto de entidades identificadas como SIFI. Al menos inicialmente, esta opción contaba con un apoyo bastante generalizado como «la medida» y, por tanto, merece una mención especial.

Entre todas las normas de solvencia disponibles, la exigencia de capital es una de las más potentes y fáciles de aplicar, teniendo una relación directa y relativamente conocida con la probabilidad de quiebra.

Se podría argumentar que no es racional imponer un recargo de capital a las SIFI, ya que Basilea II exige distintos niveles de capital según los riesgos de las entidades, es decir, que ya discrimina entre entidades según su perfil de riesgos. Conceptualmente, una ratio de solvencia como la de Basilea II, bien calibrada, exigirá el nivel adecuado de capital para cada uno de los riesgos de cada uno de los bancos y asegurará una probabilidad de quiebra igual para todas las entidades sometidas a él. No obstante, dadas las externalidades negativas de las SIFI, el impacto de la quiebra en una de ellas será superior al impacto de la quiebra de otras entidades. Por tanto, para iguales riesgos quizás haya que exigir menor probabilidad de quiebra. Una manera de hacer esto es exigiendo un mayor nivel de confianza en los modelos de cálculo de los requerimientos y, consecuentemente, más capital.

Por lo tanto, parecería razonable imponer algún tipo de recargo de capital a las SIFI, pero el capital no puede ser la única solución a los problemas identificados, principalmente por dos razones.

La primera es que no hubiera habido una cantidad de capital razonable, desde un punto de vista económico y de eficiencia, suficiente para afrontar las pérdidas que han experimentado las entidades en esta crisis. La segunda es que cuantías adicionales de capital no pueden sustituir a una buena gestión y a una buena supervisión. Hay que ser extremadamente cuidadosos en no dar una falsa sensación de seguridad en el sistema, adoptando una medida simple como una carga adicional de capital.

Además, puede haber efectos indeseados. Montos adicionales de capital pueden contribuir a esconder el problema de una forma ineficiente cuando, por ejemplo, una mala gestión provoca pérdidas asumibles gracias a ese mayor capital. También es cierto que hay un posible *trade-off* entre más capital y más supervisión, y los costes los soportan agentes distintos. Un supervisor que exige cuantías importantes de capital por encima de lo «necesario» en función de perfil de riesgos de una entidad puede tener que dedicar menores recursos a la supervisión de las entidades, y esa supervisión será más barata; el coste de la supervisión que se ahorra lo soportan el banco (más capital) y el sistema (ineficiencia).

### 3.4 POSIBLE NATURALEZA DE LAS SOLUCIONES

Para solucionar el conjunto de problemas detectados, lo esencial es diseñar las medidas que afecten a todas las entidades y mercados. La mitigación del riesgo sistémico debe integrarse en ese esquema general de medidas, de una forma consistente y proporcionada, evitando efectos indeseados, entre los que destaca el riesgo de arbitraje regulatorio. Como veremos,

algunas medidas generales afectan de manera especial a las SIFI, aportando parte de la solución del problema. Otras medidas tendrán que afectar de manera más específica a las sistémicas, pero siempre integrándolas en este esquema general.

El mayor impacto sobre las SIFI de las medidas de aplicación general puede venir determinado porque la norma afecte más a actividades o líneas de negocio que son más características de estas entidades, o porque se apliquen más intensamente a las mismas mediante, por ejemplo, cláusulas de minimis. Además, la *aplicación del principio de proporcionalidad* siempre implica un tratamiento diferenciador que afecta más a las entidades más sofisticadas, complejas o grandes.

Una parte de las medidas de aplicación general necesarias ya ha sido propuesta por diversos organismos internacionales, destacando el documento consultivo del Comité de Basilea publicado el 17 de diciembre 2009<sup>5</sup>, que completaba un paquete más reducido presentado a mediados de ese mismo año.

Las medidas propuestas en los citados documentos del BCBS están relacionadas con determinados cambios en el segundo Acuerdo de Capitales, conocido como «Basilea II», que se traducirán en mayores requerimientos de capital por riesgos que no estaban correctamente calibrados, en medidas para mitigar el comportamiento procíclico de la regulación o de las entidades, para mejorar la calidad del capital, así como para mejorar la gestión de la liquidez.

Las medidas de aplicación específica a las SIFI, no obstante, son aún objeto de discusión en los foros internacionales, como se ha señalado antes.

Las tres secciones siguientes discuten estas medidas propuestas, generales y específicas, agrupándolas en tres clases: las que reducen la probabilidad de la quiebra, el impacto de la misma y el coste del rescate público. Toda agrupación tiene algo de arbitrario, siendo notable que algunas de las medidas incluidas en una u otra sección tengan también impacto sobre las demás secciones. Asimismo, hay medidas que pueden ser útiles para atacar uno de los problemas de las SIFI mientras que exacerban otro; por ejemplo, los impuestos específicos a entidades de gran tamaño permiten reducir el coste del rescate para el sector público, pero aumentan el riesgo moral, porque son equivalentes a dar una lista de entidades demasiado sistémicas como para (dejarlas) quebrar.

Debe advertirse que no se consideran todas las medidas posibles para el tratamiento de las entidades sistémicas. Algunas se han excluido porque están fuera del ámbito más estricto de la supervisión bancaria, como el fortalecimiento de las estructuras de pagos y negociación. Todas ellas son necesarias y complementan a las planteadas a continuación.

#### **4 Discusión de algunas medidas que reducen la probabilidad de quiebra de las entidades sistémicas**

##### 4.1 MEJORAS EN LA GESTIÓN DE RIESGOS DE LAS ENTIDADES: INCENTIVOS E IMPLEMENTACIÓN

*A crude measure of the right thing beats a precise measure of the wrong thing.*  
John Carver

Como se ha descrito, uno de los principales fallos ha sido la falta de una buena gestión por parte de las entidades financieras, y —no cabe duda— esto es responsabilidad de las mismas.

---

5. Las propuestas de revisión del acuerdo de capitales «Basilea II» emitidas para consulta el 17 de diciembre, *Strengthening the resilience of the banking sector e International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, están actualmente siendo sometidas a un estudio de impacto, no solo sobre los requerimientos de las entidades, sino también sobre su comportamiento y el correspondiente efecto en la economía.

Diversos foros internacionales (el Comité de Basilea, el Comité de Supervisores Bancarios Europeos) han actualizado y completado el conjunto de guías vigentes de gestión de riesgos, abordando los problemas de gobierno corporativo, controles internos y gestión del grupo, o establecido nuevas guías sobre temas que no se habían abordado en el pasado, como es el caso de los principios sobre remuneraciones del Foro de Estabilidad Financiera. El acento de estas guías se ha puesto en dos ámbitos principalmente: aquellas materias en que las guías existentes se demostraron más débiles durante la crisis y aquellas otras en que los incentivos de las entidades no estaban correctamente alineados.

Ejemplos de las primeras son las guías sobre la gestión de la liquidez o las referentes a los test de tensión de las entidades. Guías que ponen el acento en incentivos adecuados son las referentes a la necesidad de que las entidades hagan sus propios análisis internos de los instrumentos que adquieren, sin fiarse simplemente de las calificaciones internas, y, de nuevo, los principios sobre remuneraciones variables que tienen la finalidad de incentivar un comportamiento a más largo plazo y más relacionado con el riesgo de las políticas de las entidades en este terreno.

La paradoja es que ya antes de la crisis existía un gran número de guías emitidas por los foros internacionales de supervisores, como regulación blanda, y por las propias asociaciones de entidades (autorregulación), pero no se habían implantado ni se había vigilado su implantación.

Para avanzar adecuadamente en esto haría falta un impulso político decidido, semejante al ejercido actualmente en el tema de las remuneraciones, para su implantación real. En caso contrario, una vez superado el trauma inicial de la crisis y recuperados los mercados financieros, las entidades podrían volver a cometer los mismos errores, impulsadas por los incentivos de recuperación de resultados y cuota en el corto plazo.

También hace falta una vigilancia supervisora adecuada de que estos principios se implantan y se usan. Para ello es necesario que los propios comités que emiten guías y recomendaciones se aseguren de que las autoridades nacionales las transponen, hagan un seguimiento de esta transposición y realicen *peer reviews*.

#### 4.2 MEJORAS EN LOS MODELOS NACIONALES DE SUPERVISIÓN MICROPRUDENCIAL DE LAS ENTIDADES Y MEJORAS EN LA COORDINACIÓN INTERNACIONAL ENTRE SUPERVISORES

Aunque los fallos de gestión son responsabilidad de las entidades, no cabe duda de que los supervisores no han estado a la altura de las circunstancias para identificarlos y corregirlos. Aparentemente, el desconocimiento de los supervisores de la situación real de las entidades, o de su capacidad de actuación, ha sido notorio. Ha habido falta de previsión, intensidad y recursos de las supervisiones nacionales, así como de instrumentos supervisores para la detección temprana de debilidades en las entidades (y, finalmente, de intervención temprana).

Desde siempre ha existido un tabú internacional en esta área, es decir, el modelo y la organización de la supervisión nacional son una elección interna de cada país, que no se puede cuestionar. Pero ¿se pueden cuestionar los resultados? ¿Tiene sentido que esto siga siendo así tras la crisis?

Es llamativo que ningún grupo internacional haya tratado nunca este tema. Las revisiones del FMI sobre el cumplimiento de los *Core principles* del BCBS a través de los *FSAP* (*Financial System Assessment Process*) han pasado de puntillas sobre las cuestiones relativas a recursos y organización de las autoridades supervisoras, centrándose en las cuestiones de más alto nivel, como la autonomía, responsabilidad, etc. De hecho, hay guías extremadamente detalladas sobre la organización y el funcionamiento de los «colegios de supervisores» y, en

Europa, se ha llevado a cabo un *peer-review* exhaustivo sobre su cumplimiento, pero no sobre la organización y el funcionamiento de los supervisores que los componen. Está claro que es un tema sensible y político, complejo, pero es necesario abordar qué es y cómo se puede conseguir una buena supervisión microprudencial.

Hace falta un modelo adecuado de supervisión, enfocado hacia una supervisión intensiva y anticipativa, basada en riesgo y, en consecuencia, especialmente intensa en el caso de las SIFI. Sería bueno desarrollar principios de supervisión, incluyendo temas como los recursos y la organización, y su relación con el número, tamaño y complejidad de las entidades sujetas a supervisión en cada país, amén de otras muchas variables. También sería bueno incluir, en especial, una perspectiva macroprudencial de la supervisión microprudencial, que permitirá, en general, por sí misma, un tratamiento más específico de las entidades sistémicas.

Esto normalmente implicará mayores recursos en cantidad y calidad del personal de las autoridades supervisoras, lo cual implica necesidad de convencer a las autoridades públicas. Es decir, también aquí hace falta —y especialmente— tener un impulso político.

Junto con la mejora en la supervisión nacional, es preciso avanzar en la coordinación internacional entre supervisores. En efecto, una buena supervisión nacional es una condición necesaria, pero no suficiente, para una mejora en la coordinación internacional de la supervisión de las entidades transnacionales. Esta coordinación puede realizarse de varias maneras. Una de ellas es a través de los foros de supervisores internacionales, pero otra de las más prometedoras es el uso de colegios supervisores, que, además, pueden desempeñar un papel en el *peer review* de los sistemas supervisores nacionales, ya que los primeros interesados en que funcione adecuadamente la supervisión de los países de origen serán los supervisores (y autoridades financieras, en general) de los países de acogida, y viceversa.

Los colegios de supervisores son el conjunto de las autoridades que tienen responsabilidad supervisora de algún tipo sobre las entidades que componen un grupo bancario transnacional (supervisor consolidado, como supervisor de origen de la matriz; supervisores de acogida de sus filiales, o sucursales, en el extranjero). El buen funcionamiento de los colegios es fundamental para conseguir y compartir el conocimiento adecuado sobre los riesgos de un gran grupo bancario que se extiende por varios países, algunos de ellos con regulaciones, mercados y sistemas financieros muy diferentes. En este sentido, se quieren resaltar dos hechos: que la eficacia de los colegios está en función de confianza que exista entre las autoridades supervisoras que lo componen, y que el funcionamiento de los colegios va mucho más allá de las reuniones generales que suelen llevarse a cabo anualmente. Las relaciones entre los supervisores que forman parte de un colegio deben ser continuas y fluidas, y no sujetas a formatos determinados.

Sin embargo, es necesario señalar que, aunque pueden ayudar a estimular avances, los colegios de supervisores no pueden resolver carencias de base: la calidad de la información sobre las distintas entidades que conforman el grupo bancario y la calidad de la supervisión del grupo como conjunto se asientan sobre la calidad y cantidad de la información y de la supervisión de las autoridades nacionales. Así, supervisión nacional y colegios son dos dimensiones que se refuerzan mutuamente; la supervisión de los grupos internacionales no puede descansar en una exclusivamente.

#### 4.3 EXIGENCIAS PRUDENCIALES ADICIONALES PARA LAS ENTIDADES SISTÉMICAS:

Como se ha dicho, se ha venido proponiendo una solución simple para el problema de las SIFI: imponer recargos de capital de acuerdo con el tamaño de las entidades. No obstante, este debate está adquiriendo unos tintes más matizados en los últimos meses.

Aunque la falta de capital no ha sido una de las causas originales de la crisis, esta ha mostrado que las entidades en general no tenían suficiente capital. De esto se ocupa, para todas las entidades, la propuesta del Comité de Basilea de revisión del marco de Basilea II.

Además, puede ser razonable exigir cantidades adicionales de capital a las SIFI. De hecho, es práctica habitual entre algunos supervisores incluir el factor «sistémico» como uno de los elementos para determinar el perfil de riesgo de las entidades, perfil que determina la intensidad de la supervisión y, eventualmente, mayores requerimientos de capital (u otras posibles medidas).

Para que estos recargos de capital para las SIFI sean razonables, tendrían que basarse en alguna medida de su riesgo sistémico; el problema es que actualmente no existen metodologías adecuadas medir ese riesgo, que depende del juego dinámico entre múltiples variables. Por ello, un esquema puramente regulatorio no es adecuado: estos recargos precisan mayor flexibilidad y, sobre todo, conocimiento muy granular de los factores que generan y de los que mitigan el riesgo sistémico que puede representar una entidad financiera. Además, un recargo regulatorio de capital para las SIFI exige listas públicas de entidades sistémicas, incrementando el riesgo moral.

Esto ha llevado a que la idea inicial de imponer normativamente más capital según el tamaño vaya perdiendo apoyo frente a una idea de una carga progresiva de capital, de carácter más flexible, que no implique necesariamente la identificación de las entidades consideradas sistémicas. Esta idea es mucho más racional que el tratamiento «binario» original, desde el punto de vista tanto de la equidad como de la eficacia en el cumplimiento de los objetivos, pero más difícil de llevar a la práctica, sobre todo si se quiere reflejar de forma ajustada el riesgo sistémico que aporta una entidad.

Una solución posible es dejar que cada supervisor gradúe las exigencias de capital en función del perfil de riesgos de cada SIFI durante su proceso de revisión supervisora. En este contexto, se puede plantear exigir mayores «colchones» de capital a las entidades sistémicas, así como exigir que este capital sea de mejor calidad (o exigir capital contingente). No obstante, en ausencia de una norma, es necesario, por igualdad competitiva, que la aplicación de estas mayores exigencias por parte de los supervisores se lleve a cabo de forma consistente en los distintos países.

Para unificar lo más posible esta aplicación, aparte de converger en el modelo de supervisión, es necesario tener unas guías para la identificación de las entidades sistémicas y para la determinación de las mayores exigencias de capital. Esto es, la imposición de mayores requerimientos de capital debe seguir un *enfoque discrecional basado en guías*.

Una vía posible es diseñar un sistema armonizado de determinación del recargo de capital para las SIFI, que permita modular los requerimientos de la forma más continua y ajustada al riesgo posible. Estos recargos tendrían en cuenta los elementos que aportan riesgo sistémico y los que lo mitigan. Dicho de otro modo, una vez establecido un recargo, el supervisor tendría en cuenta elementos mitigadores del riesgo sistémico para modularlo.

En la práctica, las guías podrían incluir, por una parte, unos indicadores de riesgo sistémico que, en principio, serán cuantitativos y reflejarían el tamaño, la interconexión y la sustituibilidad de la entidad, medirán el «riesgo sistémico bruto» y determinarán el recargo máximo de capital. Por otra, las guías señalarían el conjunto de indicadores que se tomarían en cuenta como mitigadores del riesgo sistémico (estructura, tipo de negocio, calidad de sus planes de rees-

tructuración, etc.), que, en general, serán más difíciles de cuantificar y, por tanto, exigen más juicio experto por parte del supervisor. El juego de ambos tipos de indicadores permitiría calcular un «riesgo sistémico neto» y el recargo efectivo de capital.

Por otro lado, el segundo conjunto de indicadores no debe incluir elementos del primero, o elementos que están fuertemente correlacionados con los mismos. Por ejemplo, si la estructura (sencilla) del grupo fuera un elemento del primer conjunto, no debe considerarse como mitigante en el segundo.

Asimismo, es importante señalar que la toma en consideración de los mitigantes del riesgo sistémico no solo es útil, o válido, para determinar los eventuales recargos efectivos de capital de una forma más ajustada al riesgo (apalancamiento, estructura), sino que también tiene el objetivo de incentivar «mejores prácticas» (gestión, elaboración de planes de resolución).

Al igual que se ha propuesto un tratamiento específico adicional para las SIFI en relación con el capital, también puede proponerse un tratamiento específico en relación con la liquidez, los colchones anticíclicos o la ratio de apalancamiento.

En este sentido, se podría pensar en unos coeficientes de liquidez a corto y a medio plazo más exigentes para estas entidades a partir de los desarrollados por el Comité para el conjunto. Asimismo, puede exigirse un mayor colchón de capital anticíclico para las mismas, ya sea adicional a las exigencias de capital de la sección anterior o, incluso, convertir el recargo de capital comentado allí en un colchón adicional, con la ventaja añadida de que la entidad lo podría utilizar en los malos tiempos. Finalmente, se puede estudiar la posibilidad de limitar aún más el apalancamiento de estas entidades mediante la exigencia de una ratio más dura, aunque aquí también hay que ser cuidadosos de no solapar medidas, es decir, si el grado de apalancamiento es uno de los indicadores que permiten reducir (o no) el recargo de capital, tiene menos sentido incluirlo como exigencia adicional individualizadamente.

Como en el caso del capital anterior, aquí también podría aplicarse una discrecionalidad supervisora nacional basada en guías.

#### 4.4 PROPUESTAS REGULATORIAS QUE TIENEN UN ESPECIAL IMPACTO SOBRE LAS ENTIDADES SISTÉMICAS

Muchos de los cambios regulatorios propuestos recientemente afectan más a las entidades sistémicas. Además, las propuestas más cualitativas, especialmente en el terreno de los principios para la gestión de riesgos, se aplican «de forma proporcionada», afectando, de facto, de manera diferencial a las entidades más grandes y sofisticadas. Incluso algunas de las recomendaciones y principios emitidos por organismos internacionales están dirigidas específicamente a entidades significativas (un ejemplo reciente son los principios del FSB sobre remuneraciones). Asimismo, existen regulaciones que aplican cláusulas de minimis que, normalmente, afectan más a las entidades más grandes.

En lo que concierne a la revisión del Acuerdo de Basilea, una parte importante de las propuestas está enfocada a revisar el tratamiento y la medición de algunos riesgos que estaban mal identificados, como había puesto en evidencia la crisis. Muchos de estos riesgos corresponden a las actividades características de las entidades sistémicas: las retitulizaciones, la cartera de negociación o el riesgo de contraparte. Otras propuestas, como la imposición de una ratio de apalancamiento, tendrán más mordiente para las entidades con actividades, y sistemas de medición de los requerimientos de capital, poco intensivas en consumo de recursos propios, siendo las SIFI claras candidatas a resultar más afectadas por la imposición de esta



ratio o suelo mínimo sobre sus requerimientos de capital, e indirectamente sobre su crecimiento.

Asimismo, como nuevo instrumento, se está discutiendo la posibilidad de imponer una clase de «capital contingente». Esto es, instrumentos de deuda que tengan que convertirse automáticamente en capital ante la ocurrencia de un evento predeterminado. Este instrumento es especialmente útil para aumentar la disciplina de mercado sobre las SIFI, que gozan de unas expectativas generalizadas, tanto de sus accionistas como de sus acreedores, de que van a ser rescatadas.

En este momento, dichas propuestas están en fase de consulta pública y el Comité está realizando un estudio del impacto de las mismas, que influirán sobre el contenido y la calibración final de las medidas. Si, además, se quieren establecer medidas específicas para las SIFI, no contempladas en dichas propuestas, es esencial tenerlas en cuenta al realizar la calibración final para el caso de estas entidades.

#### 4.5 LA ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES

También se ha planteado que los problemas de las SIFI pueden haber surgido porque determinadas actividades de las entidades las hacen especialmente vulnerables. Se plantea si una separación entre banca comercial y banca mayorista o la prohibición de llevar a cabo determinado tipo de actividades serían una manera de reducir la probabilidad de quiebra (vulnerabilidad), al reducir la posibilidad de contagio entre estas actividades. Además, se considera que la actividad simple, puramente minorista (préstamo-depósitos), cumple un fin social, los depositantes están protegidos por una red de seguridad, etc.

En nuestra opinión, las restricciones directas sobre la actividad de las entidades financieras son siempre peligrosas, pues pueden tener efectos negativos a la postre, dando lugar a un desplazamiento de las actividades «prohibidas» hacia los sujetos no regulados del mercado y no eliminando la formación de un riesgo sistémico en el sistema financiero.

Además, no está claro que el establecimiento de límites a las actividades desarrolladas por las entidades solucione los problemas, ya que lo que ha fallado no es el modelo de banco universal, sino la excesiva atracción por el riesgo. Por el contrario, se perderían beneficios de la diversificación y se ampliarían las posibilidades de arbitraje regulatorio. Por otra parte, con frecuencia se cita como problema el riesgo de las actividades con valores, siendo este un negocio que se ha de separar. Sin embargo, los problemas han surgido por un excesivo desarrollo de actividades especulativas sin controles internos adecuados: ha fallado la gestión de la actividad, no la realización de la actividad.

Deben ser las entidades las que tengan la capacidad de decidir sobre su actividad y expansión, pero en un marco de gestión robusta y transparente y con una estructura societaria que permita una efectiva supervisión. En efecto, la estructura de los grupos transnacionales y la forma de gestionar el grupo y sus componentes son elementos fundamentales a la hora de aumentar o reducir el riesgo sistémico.

Así, el enfoque debería ser la implantación de medidas orientadas a conseguir una mejor gestión de los grupos transnacionales, reducir las posibilidades de contagio intragrupo y, finalmente, favorecer la efectiva supervisión de los mismos. En este sentido, sería útil reflexionar sobre la posibilidad de requerir estructuras que faciliten la supervisión y reduzcan la posibilidad o consecuencias del contagio dentro del grupo, como, por ejemplo, guías que estimulen la adecuación de las estructuras societarias a la actividad de las unidades del grupo (p. ej., la forma filial es más adecuada para llevar a cabo actividad minorista).



## 5 **Discusión de algunas medidas que reducen el impacto de la quiebra de una entidad sistémica**

### 5.1 EL TAMAÑO Y LA INTERCONEXIÓN DE LAS ENTIDADES

*En el planeta del principito había semillas terribles... como las semillas del baobab. Si un baobab no se arranca a tiempo, no hay manera de desembarazarse de él más tarde; cubre todo el planeta y lo perfora con sus raíces. Y si el planeta es demasiado pequeño y los baobabs son numerosos, lo hacen estallar. Es una cuestión de disciplina, me decía más tarde el principito. Cuando por la mañana uno termina de arreglarse, hay que hacer cuidadosamente la limpieza del planeta.*

Antoine de Saint-Exupéry

Este punto está muy relacionado con el último del apartado anterior. Como queda dicho, las dos variables más importantes de la calidad sistémica de una entidad son el tamaño y la interconexión. Una manera de atacar el problema es reduciendo ambos. Es decir, cortando el problema de raíz: eliminando la posibilidad de que existan SIFI.

Este objetivo es probablemente poco realista e, incluso, no óptimo desde el punto de vista de eficiencia general del sistema. El establecimiento de límites al tamaño de las entidades puede suponer un límite al crecimiento de las entidades mejor gestionadas, y con ello una pérdida en la calidad agregada de la gestión a escala global del sistema. Además, otros argumentos en contra son muy similares a cualquier otro tipo de medidas que quiera imponer restricciones artificiales sobre la actividad de las entidades: además de ser difíciles de justificar o calibrar en la práctica, exacerbaban las posibilidades de arbitraje regulatorio y es muy dudoso que cumplan los objetivos buscados, pues no afrontan la raíz de los problemas, la gestión de los riesgos y su adecuada valoración.

Pero el tamaño es objeto de gran preocupación para algunos, y no solo por el mayor impacto de la caída de una entidad grande, sino también porque ese tamaño puede ser tal que, en el extremo, la entidad podría ser incluso «demasiado grande para rescatar».

Sin embargo, la cuestión del tamaño puede abordarse de otra manera, sin necesidad de limitarlo legalmente. El tamaño hay que medirlo al nivel del grupo consolidado, del conjunto de todas las entidades que conforman un gran grupo financiero. Pero hay que distinguir el caso de los grupos estructurados de forma que este (numeroso) conjunto de entidades es muy difícil de separar (debido a que existen notables interconexiones y operativa intragrupo entre la matriz y las filiales o entre las distintas filiales), del caso de aquellos grupos que están estructurados en la forma que se ha venido a denominar una «constelación de filiales», en que las entidades del grupo funcionan de forma separada y con un elevado grado de autonomía. En este último caso, el tamaño relevante disminuye, al ser el grupo separable sin un impacto negativo excesivo.

El término de constelación de filiales suele aplicarse para referirse al modelo de los grandes bancos españoles. En este sentido, el concepto de autonomía financiera recomendado por el Banco de España en 2001<sup>6</sup>, orientado especialmente a las entidades que realizan actividad minorista, es más amplio, y afecta positivamente a más áreas que a la del tamaño. La autonomía financiera, de capital, liquidez y acceso a los mercados de las filiales, puede mejorar la gestión (correspondencia activos-pasivos), aumentar la transparencia (*rating* individual), reducir las posibilidades de contagio, facilitar la reestructuración o resolución de los grupos transnacionales y permitir una mejor supervisión.

Este concepto de autonomía financiera es visto con recelo por algunos grupos bancarios internacionales y autoridades de distinta naturaleza. Se alega que una gestión descentralizada

6. Para más información sobre el concepto de autonomía financiera, véase *Memoria de la supervisión bancaria en España, 2001* (capítulo II.7.3).

del capital y de la liquidez es menos eficiente para los grupos bancarios; que la expansión a través de filiales (autónomas) tiene efectos negativos sobre los flujos financieros internacionales en comparación con la expansión a través de sucursales; finalmente, las instituciones europeas alegan que obligar o incentivar a un tipo determinado de expansión o estructura va en contra del Tratado y de la integración financiera europea.

No es objeto de este artículo hacer un análisis en profundidad sobre estas cuestiones. Pero podemos adelantar que las anteriores aseveraciones pueden ser matizadas y rebatidas. En efecto, si pensamos en un concepto de eficiencia a largo plazo, está claro que los grupos (no solo españoles) que han seguido este esquema han venido mostrando unos muy buenos indicadores de eficiencia y solidez; este mismo concepto de visión a largo plazo y estabilidad es válido para explicar y matizar el efecto que tienen las distintas estructuras sobre los flujos financieros. La crítica de las instituciones europeas es una cuestión de naturaleza totalmente diferente.

Sea cual sea la estructura del grupo (filiales o sucursales), o la autonomía de sus filiales, lo importante es que esta estructura, la que sea, se tome en cuenta como agravante o mitigante del riesgo sistémico de una entidad, al medirlo o al calibrar las exigencias prudenciales adicionales sobre la misma.

Cabría preguntarse si este tratamiento puede suponer un estímulo a una determinada estructura y, por lo tanto, ir en contra del Tratado de la UE. En nuestra opinión, la respuesta es que no. Este tratamiento no viene sino a reflejar un (mayor o menor) riesgo, al igual que hay distintas ponderaciones para diferentes tipos de exposiciones y esto no supone que se estén primando o estimulando determinadas actividades, sino que se quiere reflejar de manera adecuada su riesgo. No obstante, esta cuestión va más allá del contenido de este artículo, como ya se ha señalado.

## 5.2 LA CAPACIDAD DE RESOLUCIÓN DE LAS AUTORIDADES

Otra de las cuestiones que la crisis ha puesto en evidencia es la dificultad de las autoridades (supervisores, bancos centrales, ministerios de finanzas, autoridades de resolución) para abordar el tratamiento de los casos concretos. Esta carencia se ha manifestado incluso en el ámbito nacional, pero ha sido muy patente en el tratamiento de los grupos transnacionales. Se está trabajando para mejorar la capacidad de resolución de las autoridades, especialmente en el contexto de la resolución de grandes entidades transnacionales.

Hay que señalar que los foros internacionales y europeos ya habían comenzado a trabajar sobre el tratamiento de las crisis de grupos transnacionales antes del inicio de la crisis financiera en agosto de 2007, pero, lógicamente, desde entonces los trabajos han cobrado mayor importancia y profundidad<sup>7</sup>.

Se está trabajando para dotar de más instrumentos a los supervisores, a fin de poder intervenir de forma temprana ante la aparición de problemas en las entidades (algunos países ya se han dotado de mayores poderes, como el Reino Unido con su *Special Resolution Regime*) y que estos instrumentos sean convergentes entre los distintos países para facilitar el tratamiento en crisis de grupos transnacionales.

Es importante señalar las notables dificultades legales que rodean este campo de la resolución de grupos transfronterizos, derivadas principalmente de las leyes concursales y societa-

---

7. Para mayor información, véanse el informe del Cross Border Bank Resolution Group (CBRG), del Comité de Basilea, y la comunicación de la Comisión Europea sobre «An EU Framework for Cross-Border Crisis Management in the Banking Sector», publicados para sendas consultas el 17 de septiembre y el 20 de octubre de 2009.

rias. De hecho, inicialmente los trabajos en Basilea estaban orientados hacia el llamado «enfoque de resolución universal», que abordara al grupo bancario con todas sus filiales en el extranjero como un todo, como si fuera una jurisdicción; pero se concluyó que esto no es posible. Por ello, los trabajos han adoptado el enfoque más realista mencionado, que debe venir acompañado por un reforzamiento de los mecanismos de cooperación e intercambio de información entre las autoridades.

En este contexto se enmarca el requerimiento del FSB a los supervisores de los mayores grupos internacionales, para que constituyan Grupos de Gestión de Crisis (*Crisis Management Groups* o GMG en la terminología del FSB, *Cross Border Stability Groups* o CBSG en el ámbito de la UE), formados por los supervisores, bancos centrales y ministerios de finanzas (y autoridades de resolución donde exista esta figura) de los países *core* en los que un grupo bancario tenga una presencia significativa, bien para el grupo, bien para el país. En estos grupos, las autoridades se transmitirán información relevante sobre el grupo bancario y sobre el marco de actuación en caso de que este experimentara problemas, esto es, las autoridades desarrollarán un «plan de resolución» del grupo para situaciones de crisis, tanto idiosincrásicas como sistémicas.

Uno de los elementos centrales para el desarrollo de estos planes de resolución de las autoridades deben aportarlo las propias entidades; son los planes de reestructuración de las entidades conocidos como *living wills*.

### 5.3 LOS PLANES DE REESTRUCTURACIÓN Y/O RESOLUCIÓN DE LAS ENTIDADES

Se ha pedido a los principales grupos bancarios que elaboren sus planes de contingencia (capital, liquidez, desinversión, etc.) para situaciones en las que comenzaran a tener serios problemas. Si una entidad sistémica fuera capaz de tener perfectamente documentadas sus distintas actividades y los procesos subyacentes, tanto informáticos como procedimentales, y conociese el impacto global de dejar de desarrollar la actividad, y el impacto, global e interno a la propia entidad, de traspasar parte de su negocio a un tercero, entonces la reestructuración de la entidad sería más simple, y el impacto de su resolución, menor. Esta documentación constituye los testamentos en vida o *living wills*.

En el extremo, la existencia de estos planes podría mitigar el problema de las SIFI, sea porque al facilitar la reestructuración reduce la probabilidad de quiebra, sea porque la reducción del impacto de la resolución permite dejarlas caer reduciendo el problema de riesgo moral. Por ello, deben ser tenidos en cuenta al evaluar el impacto sistémico de un grupo financiero y, eventualmente, posibles sobrecargas prudenciales.

Pero, además, como otro ejemplo de interrelación entre medidas de estos distintos apartados, al exigir a las entidades que elaboren estos planes, y que estos planes sean creíbles y factibles, indirectamente se puede estar consiguiendo que simplifiquen sus estructuras y separen distintas actividades e interconexiones entre el grupo, que, como hemos visto, agudiza el problema de las SIFI. En este sentido, la autonomía financiera de las filiales es importante en este contexto, al facilitar la elaboración de unos planes de resolución creíbles en la medida en que facilita la separación de áreas de negocio o entidades legales del grupo. Así, los grupos bancarios que siguen este modelo de estructura tienen un trabajo más sencillo que los que tienen un elevado grado de interconexión y centralización.

No obstante, estos planes no son un sustituto para otras medidas. Es difícil pensar que eliminen completamente el impacto de una crisis o resolución y hagan innecesarias algunas de las otras medidas que se han comentado.

Sin embargo, la existencia de estos planes es buena por sí misma, por tres motivos: el mero hecho de que la entidad los tenga que definir y elaborar es extremadamente útil como instrumento de gestión; su eventual puesta en práctica contribuye a reducir los costes de reestructuración o, en el límite, liquidación del grupo; y su existencia reduce el riesgo moral si los agentes llegan a interiorizar que el impacto de la resolución ha caído por debajo del coste del rescate.

En consecuencia, la elaboración de estos planes debe ser un instrumento más, en cualquier caso, para tratar el problema del riesgo sistémico.

## **6 Discusión de medidas que reducen el coste del rescate de una entidad sistémica**

*With so much at stake, we should not be forced to choose between allowing a company to fall into a rapid and chaotic dissolution that threatens the economy and innocent people, or forcing taxpayers to foot the bill... if taxpayers ever have to step in again to prevent a second Great Depression, the financial industry will have to pay the taxpayer back – every cent.*

Barack Obama

Las propuestas para hacer que las entidades sufraguen a través de algún tipo de impuesto el coste de los rescates —en esta o en siguientes crisis— son recientes, pero han alcanzado un gran ímpetu político, impulsadas especialmente por aquellos países en los que la crisis ha tenido más repercusión económica y política.

En la última cumbre del G 20 se pidió al FMI un informe sobre posibles medidas que aseguraran que la banca contribuía financieramente al rescate del sistema bancario. Este informe debe presentarse al G 20 en su reunión de Toronto, en junio de 2010.

Con esta medida se pretende que las entidades internalicen sus externalidades negativas y, principalmente, conseguir el objetivo de reducir el coste público de rescate. No obstante, hay que tener en cuenta que puede actuar en contra del otro objetivo, la reducción del riesgo moral, sobre todo cuando el objeto de los impuestos es la constitución de un fondo para utilizar en futuras crisis.

En la actualidad se discuten tres tipos de impuestos sobre la banca. El primero es un impuesto sobre transacciones financieras, de concepción antigua pero recientemente propuesto por el Reino Unido en el Consejo Europeo de diciembre 2009. El segundo es un impuesto sobre los «bonus» de los directivos bancarios aplicado en Reino Unido y en estudio en Francia y en Estados Unidos. Finalmente, el Gobierno de Estados Unidos estudia un nuevo impuesto sobre la banca, con la finalidad de recuperar la totalidad de los costes de su *Troubled Asset Relief Program* (TARP), y en Europa se está estudiando la posibilidad de crear un fondo (o fondos nacionales) de resolución de crisis, posiblemente financiado por algún tipo de impuesto o tasas a las entidades.

Por su diseño, cada uno de estos impuestos está más o menos enfocado a un objetivo; pero todos, por definición, tienen una finalidad recaudatoria, y por ello se mencionan en esta sección, aunque también tengan efecto sobre aspectos de la gestión de las entidades.

El impuesto sobre las transacciones financieras (conocido como «tasa Tobin») está más enfocado a internalizar las externalidades propias de las SIFI, pues grava en mayor medida aquellas operaciones que se quieren desincentivar por su carácter especulativo, más complejas y más generadoras de riesgo sistémico en los mercados financieros. El impuesto sobre los «bonus» de los directivos intenta corregir los «excesos» en las retribuciones variables de los directivos, sumándose a las medidas tomadas por el FSB, que ha emitido unos principios para

conseguir unos sistemas de remuneración más alineados con el riesgo de las entidades (sin entrar a juzgar su importe, a diferencia del impuesto del Reino Unido). No se va a analizar aquí la idoneidad de estos dos impuestos para conseguir sus objetivos, en comparación con otras posibles medidas que tienen la misma finalidad.

Finalmente, el impuesto sobre la actividad es el que está diseñado con mayor potencia recaudatoria, por lo que está más enfocado a recuperar o a reducir el coste de las pasadas o potenciales futuras crisis. Es, por ello, el impuesto que más merece nuestra atención en esta sección.

En la práctica, este impuesto sobre la actividad y su aplicación se puede plantear de diversas maneras, de las que queremos destacar las propuestas y reflexiones que están teniendo lugar en Estados Unidos y en la Unión Europea. En ambos casos, las propuestas están todavía en fase de deliberación.

En Estados Unidos, el propio programa TARP ya contemplaba que el Gobierno debía establecer un mecanismo para recuperar su coste. Así, el 14 de enero de 2010 el presidente Obama anunció una propuesta de establecer un nuevo impuesto, *Financial Crisis Responsibility Fee*, para recuperar el coste de los rescates. Por ello, se plantea como una medida temporal y solo afecta a las entidades de mayor tamaño. Esto es, estaba planteado como un impuesto para recuperar los costes ex-post; sin embargo, tras los debates más recientes en el Senado de los Estados Unidos se está previendo la posibilidad de conjugar esta utilidad ex-post con la de crear un fondo de resolución ex-ante. La cuestión no está cerrada.

La propuesta de enero plantea el impuesto como un porcentaje (0,15%) sobre los pasivos no garantizados por los fondos de garantía de depósitos (FGD), excluyendo el capital de mayor calidad, aplicado a los bancos que tengan un activo superior a determinada cifra (50 mm de dólares). La lógica parece ser que se estaría pagando por la protección implícita, que se ha dado explícitamente durante la crisis, de los pasivos no garantizados por los FGD, es decir, como una prima tipo FGD para el resto de los pasivos.

En Europa, el planteamiento, respondiendo al enfoque americano, ha sido la posibilidad de establecer un impuesto permanente para alimentar un fondo hasta alcanzar una cuantía predeterminada del PIB, para su utilización en futuras crisis. Estos debates se enmarcan dentro de los trabajos que está llevando a cabo un grupo de trabajo de alto nivel del Comité Económico y Financiero (del Consejo) para desarrollar el marco europeo para la prevención, gestión y resolución de crisis, dentro de los cuales está la posibilidad de crear un fondo (o fondos nacionales) de resolución de crisis. Por su parte, el Parlamento ha emitido una propuesta para la constitución de un fondo europeo ligado a una autoridad supervisora única europea. La Comisión, asimismo, está analizando esta cuestión. Así, en Europa no hay todavía ninguna propuesta concreta, como en el caso americano, sino que se está en la fase de estudio.

En efecto, todas estas propuestas, su base conceptual y los detalles de su aplicación práctica hay que valorarlas cuidadosamente. Hay muchos interrogantes.

Por una parte, por lo que concierne al establecimiento de un nuevo impuesto con una repercusión significativa sobre las entidades y efectos sobre su comportamiento, cabe preguntarse si se trasladará a los clientes, y si esa traslación será superior a la de la prima pagada a los FGD (dependerá de las elasticidades correspondientes); también se ha alegado que estos impuestos reducirán la capacidad de los bancos de otorgar crédito.

En cuanto a la creación de fondos ex-ante para la resolución, ya hemos comentado que este esquema podría alimentar un aumento del riesgo moral de las entidades, ya que la constitución de un fondo puede interpretarse como una señal de que habrá rescates, de que no se permitirá que el mercado opere y de que los que fracasen, salgan. Por ello, en su caso, debería venir enmarcado en un esquema general de nuevas medidas orientadas a facilitar la resolución de las entidades que no sean viables, con un claro mensaje de que no serán rescatadas.

Así, desde un punto de vista más práctico, es necesario definir y diseñar muy cuidadosamente todos los aspectos de estas medidas.

En cualquier caso, como comentario general, se ha de insistir una vez más sobre dos ideas: la importancia de que lo que se haga no sea exclusivamente para un grupo de entidades (sistémicas) y la importancia de que sea consistente (lo que no significa que sea idéntico) en el ámbito internacional. Y ello para evitar problemas tanto en su aplicación práctica como de arbitraje regulatorio.

## BURDEN SHARING FOR CROSS-BORDER BANKS

Dirk Schoenmaker (\*)

(\*) Dirk Schoenmaker is Dean of the Duisenberg School of Finance at Amsterdam and Professor of Finance, Banking and Insurance at the VU University Amsterdam.  
This article is the exclusive responsibility of the author and does not necessarily reflect the opinion of the Banco de España.





### 1 Introduction

The Single Market in banking has promoted the development of cross-border banking within Europe. While regulation has been moved to the European level (through EU Directives and Regulations), the institutional framework for supervision and resolution of banks is still predominantly at the national level. The recent financial crisis indicates that the current situation is not stable. Home countries ignore cross-border externalities when dealing with a failing bank. We need either to move to more Europe, or to less Europe [Turner (2009), Schoenmaker (2010a)]. In the first case, supervision and resolution would also be transferred to the European level. In the second case, the home country principle, which allows cross-border services or branches within the EU from the home country without host supervision, would *de facto* be abandoned. This could be done by (implicitly) requesting to put major cross-border operations in subsidiaries which are separately supervised by the host country. Some supervisors are already moving towards this route.

The debate on the institutional framework has focused so far on the supervisory side. De Larosière (2009) has proposed a European System of Financial Supervisors, with three sectoral European Supervisory Authorities at the centre. These proposals set some useful steps towards European supervision, but the supervisory mandate remains predominantly at the national level. In this article, we argue that we should focus on the end-game of resolution. So, we first need adequate European arrangements for resolution of cross-border banks, before we can move to full European financial supervision. A European resolution regime would ensure that cross-border externalities are taken into account.

The aim of this article is to explore burden sharing mechanisms that can help to recapitalise ailing cross-border banks. Burden sharing would be the centre-piece of a European resolution framework. To be clear, private sector solutions to deal with ailing banks are the preferred route. Only when the systemic impact of the failure of a large cross-border bank would exceed the cost of recapitalisation, burden sharing should be considered. Following Goodhart and Schoenmaker (2006, 2009), we explore different *ex ante* burden sharing mechanisms to overcome the co-ordination failure of national authorities. The first is a general scheme financed collectively by the participating countries (generic burden sharing). The second relates the burden to the location of the assets of the bank to be recapitalised (specific burden sharing). The working of the two mechanisms is calibrated with data on large cross-border banks in Europe. As the costs and benefits are better aligned in the specific scheme, the latter is better able to overcome the co-ordination failure.

Moving from theory to practical politics, a proposal for burden sharing could be incorporated in the resolution plan of Living Wills. The Living Will is a new concept to deal with too-big-to-fail and consists of a recovery and resolution plan to be used when a bank may get into difficulties. Living Wills may thus enable specific burden sharing institution by institution.

This article is organised as follows. In section 2, we examine the scope for cross-border externalities. Section 3 analyses different mechanisms for burden sharing. Section 4 discusses the political economy of burden sharing. Finally, section 5 concludes.

### 2 Cross-border externalities

The (potential) failure of a bank can have negative externalities by affecting other banks or the economy at large. There are several reasons for such externalities [Brunnermeier et al (2009)].

The first is the direct exposure channel. This refers to “domino effect” resulting from exposures among financial institutions in interbank markets, derivative markets and payment systems. Financial institutions are interconnected through these markets and systems. Because of these related exposures, the failure of one or more financial institutions can cause other financial institutions to fail, and thereby the whole financial system to be shocked. These effects also exist cross-border. Allen and Gale (2000), for example, incorporate the role of the interbank market in a contagion model by focusing on the physical exposures among banks in different regions and the real linkages between regions. They show how interconnections can lead to contagion.

The second externality arises from information asymmetries and can be called the pure information contagion channel. This channel relates to contagious withdrawals when depositors are imperfectly informed about the type of shocks hitting financial institutions (idiosyncratic or systematic). Particular in the context of banks that are funded with short term liabilities, the failure of a single institution can easily trigger such a chain reaction. If an institution fails, this may give albeit noisy signal that the solvency of similar financial institutions maybe in question. After the failure of Lehman Brothers, for example, the solvency of many other US investment banks was questioned. This triggers a run or flight to safety from such financial institutions, even when they themselves are not at increased risk of failure. When the failure of a bank is clearly perceived to be idiosyncratic (e.g. BCCI<sup>1</sup> or Barings), there is no wider contagion. Again, these effects can occur on a cross-border basis and also involve flights from countries perceived to be at risk.

The third is the fire-sale of assets, as also happened in the 2007-2009 financial crisis. A real shock, such as the downturn in the US housing market in 2006, or a financial shock, such as an increase in interest rates, may lead to an initial decline in asset values. When financial institutions are highly leveraged or face liquidity problem, a decline in asset values may force individual financial institutions to sell such assets. The initial sale of assets can turn into a liquidity spiral [Brunnermeier and Pedersen (2009)]. A liquidity spiral is an internal amplifying process, whereby falling asset prices financial institutions to sell more (deleveraging), which further drives down asset prices and worsens financial institutions’ balance sheets and net worth. The vicious spiral may ultimately drive prices down well-below fundamental value, when left unchecked.

Externalities are spill-over effects which markets cannot solve. When assessing the private costs of a bank failure, market participants do not look at the wider impact on the financial system through the exposure or information channels. Moreover, market dynamics may be at the root of the externality. While selling an asset when perceived risk increases may be a prudent response for an individual financial institution, it may cause a collapse in the asset price if many institutions act in this way. The governments can incorporate these externalities in their actions and decision-making. On the basis of an overall welfare calculation, authorities can decide whether intervention in a financial institution is socially optimal (financial stability benefits exceed the total costs) or not. The challenge governments face is that they do not want to undermine market discipline by intervening unnecessarily. Private sector solutions to systemic problems are the preferred route. Only when externalities arise that make that the alternative worse, should public intervention be considered. And even then, governments should retain market discipline as much as possible. When a possible (partial or full) rescue is contemplated, shareholders and unsecured creditors, for example, should share the burden and lose their money first.

---

1. Nevertheless, BCCI might have had some contagion in the so-called “ethnic bank” crisis in the UK.

	HOME COUNTRY: <i>h</i>	FOREIGN COUNTRIES: <i>f</i>
American banks	78%	22%
Asian-Pacific banks	86%	14%
European banks	53%	47%

SOURCE: Schoenmaker and Van Laecke (2007).

## 2.1 CROSS-BORDER EXTERNALITIES

How in a world with cross-border financial activities are externalities addressed? A starting point would be that national authorities by mandate, accountability or otherwise, place priority on domestic objectives [Herring (2007); Schoenmaker (2010b)]. Examples of such domestic objectives are safeguarding the domestic financial system, protecting the domestic financial system, and minimising the fiscal costs of recapitalisation or insolvency to domestic taxpayers. Guided by these objectives, national authorities typically only take externalities in their own national financial system into account in their decision-making, with cross-border externalities largely ignored [Schoenmaker and Oosterloo (2005)]. This leads to globally inefficient outcomes.

Considering the case of a bank recapitalisation and applying game theory, several authors have modeled the causes of these externalities in a multi-country setting [e.g., Freixas (2003), Schinasi (2007), and Goodhart and Schoenmaker (2009)]. In these models, the decision rule is that it is only socially optimal to recapitalise a failing bank when the benefits of preserving financial stability exceed the costs of recapitalisation; otherwise the bank should be put into liquidation. In a single country setting, national authorities make this welfare calculation and accordingly reach the first best solution. But in a multi-country setting, this decision rule can result in an undersupply of recapitalisations of banks in difficulties, as national authorities have an incentive to play down their share in potential recapitalisation. As the home country has typically the largest stake in the game, the game is reduced to a decision for the home country either to rescue a failing bank as a whole on its own, or to let it fail.<sup>2</sup> The externalities in the home country only are thus weighed against the total cost of recapitalisation, resulting in an undersupply of recapitalisations. There is in essence a free-rider effect in the production of the global public good of financial stability.

## 2.2 EMPIRICAL ASSESSMENT

The scope for coordination failure depends on the intensity of cross-border activities. How integrated is the banking system? There are several indicators to measure the spread of banking activities over different countries (Sullivan, 1994). An often used indicator is the Transnationality Index (TNI), which is calculated as an unweighted average of (i) foreign assets to total assets, (ii) foreign income to total income and (iii) foreign employment to total employment. TNI reflects a bank's foreign business (*f*). The remainder is a bank's business in the home country (*h*). Schoenmaker and Van Laecke (2007) report the TNI for the largest 60 banks using 2005 figures.

Table 1 indicates that American and Asian-Pacific banks are primarily domestically oriented ( $h \approx 0.8$ ). The degree of financial integration is limited. So, international coordination failure is less of an issue for American and Asian-Pacific countries. By contrast, the cross-border penetration of the European banks is close to 50% ( $f \approx 0.5$ ). These data suggest that the Euro-

2. That is what happened, for example, in Lehman failure. While Lehman had many foreign operations, including a large operation in the UK, the US authorities resolved Lehman on domestic grounds. In that context, the Federal Reserve Bank of New York provided liquidity to the US broker-dealer (LBI) in order to effect an orderly wind-down outside of bankruptcy, but not for the foreign parts which had to file immediately for bankruptcy (Basel Committee of Banking Supervision, 2010).

pean level of integration may lead to coordination failure among European countries. While the Single Market in banking has promoted cross-border banking, national member states are still responsible for crisis resolution. The institutional framework for bank resolution has thus not kept pace with banking integration. By contrast, in the US, banks can be chartered at the federal level and also be resolved at the federal level.

### **3 European coordination: burden sharing**

Goodhart and Schoenmaker (2006; 2009) explore *ex ante* mechanisms for burden sharing in Europe to overcome the co-ordination failure in *ex post* negotiations. Some would argue that crisis management arrangements for lender of last resort and solvency support should not be specified in advance to counter moral hazard. We agree that constructive ambiguity regarding the decision to recapitalise or not can be useful to contain moral hazard. But the model of Freixas (2003) demonstrates that additional ambiguity over burden sharing would lead to fewer recapitalisations than socially optimal. Our goal is to attain the same clarity at the European level as we currently have at the national level. At the national level, the ministry of finance and central bank bear the financial risk of support operations, if any, and therefore decide on these operations. Clarity at the European level how to share the costs among treasuries and central banks in the case of the failure of a European bank does not increase moral hazard compared to the national level in the case of the failure of a domestic bank. So we propose full transparency on crisis management arrangements (the “how” question), but constructive ambiguity on the application of these arrangements (the “whether” question).

Designing *ex ante* mechanisms for burden sharing, the following issues arise. First, should all countries join in the burden sharing (each country pays in a banking crisis relative to its size) or only the countries involved (each country pays relative to the presence of the problem bank in its country)? Second, should a fixed key be used to share the burden or a flexible key (accommodating the specific circumstances)? In this article, we explore two main mechanisms for *ex ante* agreement on burden sharing at the European level:

- 1 General fund to shoulder the burden, set up by the European Central Bank (ECB) or the European Investment Bank (EIB). All countries contribute according to a fixed key in this scheme.
- 2 Specific sharing of the burden, financed directly by the involved countries according to some key reflecting the geographic spread of the business of the failing bank.

The working of the mechanisms will be illustrated with examples of sharing the burden for the recapitalisation of some European banks. As small- and medium-sized banks tend to be predominantly domestically oriented, we focus on the cross-border activities of large banking groups. To calibrate the numerical examples, table 2 provides some details on the 25 largest banks in Europe. The assets of this top 25 range from € 400 to 2,500 bn. The average minimum capital requirement (calculated as Tier 1 capital - the regulatory minimum of 4% of risk weighted assets) of this group of large banks is € 28.7 bn. These banks conduct on average 57 percent of their business at home ( $h \approx 0.57$ ), 25 percent in the rest of Europe ( $e \approx 0.25$ ), and 18 percent in the rest of the world ( $w \approx 0.18$ ).

#### 3.1 GENERAL FUND

In the first general mechanism, a European fund could be set up to shoulder the burden of a recapitalisation. The EU countries could use the European Central Bank (ECB) or the European Investment Bank (EIB)<sup>3</sup> to set up a general fund. There is no need to have a pre-funded

---

3. The ECB could then be used in General Council format, in which all EU Member States participate. For the EIB, the EU Member States are the shareholders, and thus the owners, of the EIB.

BANK (COUNTRY)	MIN CAPITAL		ASSETS	
	IN € BN	IN € BN	<i>h</i> (%)	<i>e</i> (%)
1 Royal Bank of Scotland (UK)	70.7	2430.2	54	16
2 Deutsche Bank (Germany) (a)	30.1	2127.8	18	47
3 Barclays Bank (UK)	37.7	2077.4	32	23
4 BNP Paris (France)	40.4	2005.3	59	21
5 HSBC (UK)	66.2	1678.5	36	13
6 Crédit Agricole (France)	49.8	1554.5	75	13
7 UBS (Switzerland)	21.8	1315.0	11	40
8 ING Bank (Netherlands)	31.0	1286.5	40	33
9 Société Générale (France)	29.3	1091.7	71	14
10 Santander Central Hispano (Spain)	45.3	1014.1	36	47
11 UniCredit (Italy)	33.0	1010.2	38	46
12 Credit Suisse (Switzerland)	22.4	763.8	15	28
13 HBOS (UK)	20.0	698.2	80	10
14 Dexia (Belgium)	15.5	629.0	44	40
15 Intesa Sanpaolo (Italy)	26.2	614.6	85	12
16 Commerzbank (Germany)	21.7	604.0	73	21
17 Rabobank (Netherlands)	29.4	591.4	70	15
18 Crédit Mutuel (France)	24.7	562.0	87	8
19 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (Spain)	21.6	524.3	70	2
20 Danske Bank (Denmark)	11.6	465.5	67	33
21 Nordea Group (Sweden)	15.2	458.0	26	74
22 Lloyds TSB Group (UK)	13.9	441.2	97	2
23 Landesbank Baden-Württemberg (Germany)	11.8	432.7	100	0
24 Bayerische Landesbank (Germany)	10.9	407.4	79	21
25 Groupe Banques Populaires (France)	17.1	389.9	88	6
Average top 25 banks	28.7	1006.9	57	25

SOURCE: Updated from Schoemaker and Oosterloo (2005).

Notes: Banks are ranked according to assets (as of year-end 2008). Minimum capital is Tier 1 capital (as of year-end 2008). Home is defined as a bank's assets in its home country (denoted by *h*); rest of Europe is defined as a bank's assets in other European countries (denoted by *e*); rest of world is defined as a bank's assets outside Europe (denoted by *w*; figures not shown). The three categories add up to 100%.

a. 2006 figures.

(*ex ante*) fund, if receipts are nationally invested (Ricardian equivalence), since this would just raise the measured fiscal deficit, while changing nothing real. During a crisis, bonds are issued by the ECB or the EIB to finance the recapitalisation. These borrowed moneys are used to recapitalise the failing bank. This would cover the full nominal value needed for the rescue. The annual servicing costs of the bonds would be paid by the governments. First, interest on the outstanding bonds (flow) is paid out of the fund. Second, any loss on the bonds (stock) is also paid out of the fund. This is a sinking fund for the amortisation of losses. Each participating country *j* would pay into the fund, as and when needed, according to a relative key (*k*):  $k_j = g_j$ . We propose to apply a GDP based key (*g*), which measures a country's relative share in total GDP. GDP reflects the size of a country's economy and is an indirect indicator of a country's

The Greek tragedy seems to have reached its climax on 25 March 2010. In a historical declaration, Euro-area leaders have agreed to a package of IMF assistance and euro-area burden sharing. The politics of the deal are quite clear. Euro-area governments have not been able to discipline one of their peers. By insisting on an intergovernmental approach of gentle peer pressure, euro-area leaders keep on having difficulties enforcing fiscal discipline in Greece. Ultimately there was no way out and Europe was forced to invite the IMF with its famous conditionality. To limit moral hazard, bail-out support should only be given under severe restrictions. An alternative to IMF conditionality would have been vesting supranational powers in the European Commission. But euro-area leaders have shied away from such fiscal discipline from the Commission. Not least because they could find themselves one day at the receiving end. The political union is thus still in the making.

Next, as the credibility of the Euro is at stake, euro-area leaders have chosen solidarity with Greece. They have agreed to a general form of

burden sharing based on the ECB capital key. Back in 2006, Goodhart and Schoemaker (2006) did some exploratory work on burden sharing in a banking crisis, not yet thinking of a government crisis. One of their main proposals was to use the ECB capital key. That seemed sensible. In good times, the capital key is used to share the benefits of monetary union, the seignorage. In bad times, the same key is used to share the (potential) costs of keeping the monetary union together. Europe has thus shown that they can achieve solidarity.

Finally, how is the burden sharing key calculated? The ECB capital key for a country is the arithmetic average of a country's share in total GDP and its share in total population. The current ECB capital key is given in the Appendix. First, the ECB capital key ( $c$ ) needs to be de-based from the full set of 27 EU member countries to the 16 euro area members. In addition Greece needs to be excluded. The contribution of each EMU member state is then:  $c_i / \sum_j c_j$  ( $i$  is EMU member countries with the exception of Greece). The resulting key for Greece's burden sharing is given in the accompanying table.

### BURDEN SHARING KEY FOR GREECE

COUNTRY	KEY (in %)	COUNTRY	KEY (in %)
1 Austria	2.8	9 Italy	18.4
2 Belgium	3.5	10 Luxembourg	0.3
3 Cyprus	0.1	11 Malta	0.1
4 Finland	1.9	12 Netherlands	5.9
5 France	20.9	13 Portugal	2.7
6 Germany	27.9	14 Slovakia	1.0
7 Greece	—	15 Slovenia	0.4
8 Ireland	1.6	16 Spain	12.2
		Total euro area-16	100.0

financial system. Alternatively, the ECB capital key ( $c$ ) can be used when applying the ECB route (see the Appendix for the general keys). Although we discuss burden sharing for ailing banks, burden sharing has also been used for a rescue package of loans to Greece. Box 1 illustrates the application of general burden sharing to Greece. The share for Spain is 12.2%.

#### 3.1.1 Numerical example

The working of a general fund for burden sharing can be illustrated with a numerical example for a possible recapitalisation of a representative European bank  $i$ . We make the following assumptions:

- 1  $L_i = 1.5 * E_i$ . There is a large loss ( $L_i$ ). Equity is wiped out and there is negative equity of half of the regulatory minimum capital ( $E_i$ ). Adequate recapitalisation requires the restoration of the minimum capital requirement;
- 2  $W_i = 0.75 * E_i$ . In a worst case scenario, the write down ( $W_i$ ) is the full negative equity with a margin of one-fourth of minimum capital. The write down is over a period of 4 years (given a loss of this extent, it will take at least 3 to 4 years to restore the bank to health and to sell it back to the private sector);

- 3  $i = 5\%$ . Annual interest is 5%;
- 4  $E_i = 28.7$  bn. The regulatory minimum capital requirement of a “representative” European bank is € 28.7 bn (average of top 25 banks in table 2);
- 5 All EU countries join the general fund.

The ECB/EIB needs to issue € 43.1 bn of bonds to recover the negative equity of € 14.4 bn and to restore minimum capital of € 28.7 bn. The annual interest payment on the bonds is € 2.2 bn. The sinking fund for write down is € 21.5 bn. The annual write down is € 5.4 bn. These amounts add to a total annual cost for countries of € 7.6 bn. Countries that join the burden sharing scheme pay this amount according to the GDP key ( $g_j$ ) as specified in table A.1 (see the Appendix). The annual contribution is, for example, € 1.5 bn ( $k_j = 20.0\%$ ) for Germany and € 0.7 bn ( $k_j = 8.8\%$ ) for Spain.

This numerical example illustrates that the recapitalisation of a “typical” large European bank appears to need a general fund of € 43.1 bn. The servicing of this general fund results in an annual cost of € 7.6 bn. The contribution of individual countries to the annual cost ranges from € 1.5 bn for Germany to € 0.008 bn for countries such as Cyprus and Malta.

### 3.2 SPECIFIC SHARING

In the second mechanism, only countries in which the failing bank is present share in the burden. Each involved country pays its “relevant” part of the burden. A key can be designed to reflect the relative presence of the problem bank in the different countries. The selection of an adequate key should be related to the aim of a possible rescue (i.e. the social benefits). We see two main aims. The first aim is mitigating the effects on the real economy. The second is mitigating the impact on the wider financial system (contagion). We do not include a third objective of helping depositors. There is already mandatory deposit insurance in the EU to take care of depositors. A good proxy for the real and contagious effects of the failure of bank  $i$  is assets ( $a_i$ ):  $k_{ij} = a_{ij} / (h_i + e_j)$ . Note that as only European countries join the burden sharing, the key needs to be rebased to the European part ( $h_i + e_j$ ) of the assets of bank  $i$  ( $a_{ij}$ ). On the real side, assets (including loans) reflect the credit capacity of a bank. The availability of credit will be disrupted in case of a failure (Gale, 1993). On the contagion side, assets reflect the size of a bank. The contagious impact is (partly) related to the size of a failing bank. We have calculated how the assets of the top 25 European banks are allocated between the home market ( $h_i$ ), the rest of Europe ( $e_j$ ), and the rest of the world ( $w_j$ ) for each bank  $i$ . While these three categories add up to 100%, we only show the home market and the rest of Europe shares in table 2.

#### 3.2.1 Numerical examples

The working of a specific burden sharing program can be illustrated with a numerical example for the possible recapitalisation of a few large European banks. Three different banks  $i$  are taken to demonstrate the specifics of each case: a pan-European bank (Deutsche Bank), a regional bank (Nordea) and a global bank (HSBC). Again, we make the following assumptions:

- 1  $L_i = 1.5 * E_i$ . There is a large loss ( $L_i$ ). Equity is wiped out and there is negative equity of half of the regulatory minimum capital ( $E_i$ ). Adequate recapitalisation requires the restoration of the minimum capital requirement;
- 2  $W_i = 0.75 * E_i$ . In a worst case scenario, the write down ( $W_i$ ) is the full negative equity with a margin of one-fourth of minimum capital. The write down is over a period of 4 years (given a loss of this extent, it will take at least 3 to 4 years to restore the bank to health and to sell it back to the private sector);



3  $i = 5\%$ . Annual interest is 5%;

4 All EU countries join the specific burden sharing program.

The involved countries need to issue € 45.2 bn of bonds to rescue Deutsche Bank ( $E_i = 30.1$  bn). The burden is shared according to the asset key:  $a_{ij} / (h_i + e_j)$ . The specific geographic distribution of Deutsche Bank's assets (in table 1) is used to calculate the respective shares of the countries. Deutsche has 18% of its assets in Germany and 47% of its assets in the rest of Europe. The United Kingdom accounts for over half of assets in the rest of Europe; let's say 25%. So Germany needs to issue € 12.6 bn of bonds ( $k_{ij} = 0.28$ ), the UK € 17.2 bn ( $k_{ij} = 0.38$ ) and certain other EU countries € 15.4 bn ( $k_{ij} = 0.34$ ). The respective annual costs to service (interest and write down) their bond issue are € 2.2 bn for Germany, € 3.0 bn for the UK and € 2.7 bn for the other EU countries.

The involved countries need to issue € 22.8 bn of bonds to rescue Nordea ( $E_i = 15.2$  bn). Nordea has 26% of its assets in Sweden and 74% of its assets in the rest of Europe. The rest of Europe is divided in 37% in Finland, 23% in Denmark, 10% in Norway<sup>4</sup> and 3% in Poland, Russia and the Baltic States. So Sweden needs to issue € 5.9 bn of bonds ( $k_{ij} = 0.26$ ), Finland € 8.5 bn ( $k_{ij} = 0.37$ ), Denmark € 5.4 bn ( $k_{ij} = 0.23$ ), Norway € 2.3 bn ( $k_{ij} = 0.10$ ) and the other countries € 0.7 bn ( $k_{ij} = 0.03$ ). The respective annual costs to service its bond issue are € 1.0 bn for Sweden, € 1.5 bn for Finland, € 0.9 bn for Denmark, € 0.4 bn for Norway and € 0.1 bn for the other countries.

The involved countries need to issue € 99.3 bn of bonds to rescue HSBC ( $E_i = 66.2$  bn). HSBC has 36% of its assets in the UK and only 15% of its assets in the rest of Europe. France counts for 13% of assets in the rest of Europe. So the UK needs to issue € 70.1 bn of bonds ( $k_{ij} = 0.71$ ), France € 25.3 bn ( $k_{ij} = 0.25$ ) and certain other EU countries € 3.9 bn ( $k_{ij} = 0.04$ ). The respective annual costs to service its bond issue are € 12.3 bn for the UK, € 4.4 bn for France and € 0.7 bn for the other EU countries.

Summing up, it appears that in the case of the Scandinavian bank, Nordea, the costs are shared almost equally by the four Scandinavian countries, Denmark, Finland, Norway and Sweden. This is a clear example of a regional distribution of the burden. The costs of rescuing a pan-European bank, such as Deutsche Bank, is spread over Europe with large contributions by the home country, Germany (28%), and Europe's financial centre, London, in the United Kingdom (38%). Finally, the burden sharing for the international bank HSBC, headquartered in London, would be difficult. Only half of HSBC's business is in Europe (52% of which 36% in the UK, 13% in France and 2% in other European countries), while these European countries have to shoulder the full burden in a European based specific burden sharing programme.

Finally, there are some concerns surrounding both mechanisms. First, there is a concern with foreign banks in small countries. What if the bank is systemic in the host country, but not in the home country? The bank might then not be rescued. This could be a problem for the New Member States in particular. To alleviate this problem, the key could be made a function of the assets of the problem bank in a country and the assets of the problem bank in that country divided by the total assets of that country's banking system. The small countries would then shoulder a larger share of the burden and have an, accordingly, larger share in the vote. How-

---

4. Norway is not a member state of the European Union. For this example, we assume that Norway as member of the European Economic Area joins the specific burden sharing scheme.



ever, the, mostly West-European, parent banks of the subsidiary banks in Eastern Europe are often large retail banks, that are also systemic in the home country.

Second, it could be difficult to organise burden sharing for truly international banks which have a large part of their business outside Europe. While only a part of the benefit will fall within Europe, the European countries have to pay the full cost. Examples are the Swiss banks (UBS and Credit Suisse) and HSBC (see table 2). Moreover, such mechanisms fail to address crisis problems caused by the failures of banks headquartered outside Europe, e.g. in the Americas, Asia or Australia. That said, the specific approach to burden sharing could be undertaken for any international group, not just within the EU. Indeed, the wider the set of countries involved, the better. There would be nothing, in principle, to stop such cross-border burden sharing arrangements being extended beyond the EU to encompass the USA, Australia, Japan, and other willing countries.

It should be noted, however, that a legal basis is needed to create binding *ex ante* burden sharing arrangements. We believe that Memoranda of Understanding (MoUs), which are often used between national supervisors (and central banks), will not be sufficient because MoUs (soft law) are not enforceable. A legal basis (hard law) can be readily provided within the EU (the legal instruments and the institutional framework to negotiate and enforce such instruments are available). Legally binding arrangements beyond the EU (i.e. a full international Treaty) may be much more difficult to get agreed, signed and enforced.

#### **4 Political economy of burden sharing**

Which mechanism is better? This is not only an issue of economics but also of political feasibility (Pauly, 2009). The main determinant is the specification of the key for burden sharing. The goal of selecting an appropriate key is to align the benefits and the contribution to the costs as much as possible.

The general fund mechanism is an example of generic burden sharing by countries (proportionate to the size of the participating countries). The costs of recapitalisation are smoothed over the participating countries, irrespective of the location of the failing bank. In addition, the costs are smoothed over time. From a macro-economic perspective, these smoothing mechanisms are positive. However, we see two major problems with such a general fund mechanism. First, this construction will lead to international transfers between countries (a country may have to contribute its share to a recapitalisation while the problem bank is not operating in its jurisdiction). Countries are politically not keen to sign up for schemes with built-in transfers, unless there is strong political commitment for solidarity (e.g. development aid and, less so, European regional funds). This is a reflection of the earlier mentioned problem that benefits and costs are not aligned. Second, general burden sharing generates adverse selection and moral hazard problems. Countries with weak banking systems profit over countries with strong banking systems. Therefore, countries with strong banks are less inclined to sign up (adverse selection). As the link between payment for a recapitalisation and responsibility for *ex ante* supervision is lessened, supervisory authorities may feel less of an incentive to provide an adequate level of supervisory effort (moral hazard). Countries that do not sign up to burden sharing profit from burden sharing, as the stability of the European financial system is a public good.

An important political advantage of specific sharing arrangements is that there are almost no international transfers. Countries that experience the benefits of the recapitalisation, also pay for the recapitalisation. Provided that assets are a good proxy for measuring the benefits (i.e. averting the real and contagious effects of a bank failure), the costs and the benefits are fully aligned. The specific sharing scheme is also incentive compatible: the fiscal authorities as principal will require from the supervisor as agent an optimal level of supervisory effort.

As in the general fund scheme, however, the specific sharing is subject to a free-rider problem. Countries that do not sign up to burden sharing profit from burden sharing, as the stability of the European financial system is a public good. This would be, in particular, a problem for the United Kingdom. All major banks have a large presence in London. 21% of banking assets in the EU are located in the UK, while the UK's share in the EU economy is far lower at 15% of GDP (see the Appendix). So it might be more difficult for the UK to join such a specific sharing arrangement. The UK would have to pay a sizeable proportion of such burden sharing, as can be seen in the numerical example of Deutsche Bank. But, at the same time, the UK might also experience sizeable stability benefits from pre-arranged recapitalisations.<sup>5</sup>

An important technical issue is gaming on the key. A country may have an incentive to put pressure on a faltering bank to move assets cross-border or off-balance (securitisation) to reduce its share in any such burden sharing. To prevent last-minute asset movements at the onset of banking problems, we would propose to use the last audited (and published) figures on assets. Moreover, securitisation does not pose a problem if it is properly done (i.e. the risk has really gone from the balance sheet in line with the Basle II rules on securitisation). Finally, there are various ways of measuring assets, for example, risk-weighted assets or not, and historic cost or market value. At this early stage in the discussion we would not want to try to be too specific, except to note that, in order to deter gaming, the key should relate to the last pre-crisis set of audited figures, not to post-crisis estimates.

Insofar assets are a good proxy for the real and contagious effects of a bank failure, the specific sharing mechanism will come close to an efficient solution of the co-ordination problem. Countries facing systemic disruption are asked to contribute. They will do so if the stability effects in their country exceed their contribution. The general mechanism will work differently: there need to be a majority of countries that have sufficient benefits. Regional banks (Scandinavia, Benelux) will, for example, never be rescued, because the share of their countries in the vote is too small. Remember that we assume that there is a collective vote of all involved countries: they jointly decide to rescue or to close the bank. Given that most European banks do not have a relatively equal spread over all European countries, the voting in the general scheme will be sub-optimal to the voting in the specific scheme.

Summing up, specific burden sharing is preferred as it offers a more efficient solution to the co-ordination problem of individual banks in difficulties (economics) and does not involve cross-border transfers of taxpayers money (politics). At a later stage, a general mechanism may be considered. When one moves to the mode of a full blown banking crisis, the differences between the mechanisms become less relevant and macro-economic factors, such as a deep recession or large terms of trade decline, come into play [see, for example, Caprio and Klingebiel (1997); Kaminsky and Reinhart (1999); Honohan and Klingebiel (2003)]. During such crisis periods, the authorities (governments and central banks) will need to stand behind the banks and implicitly or explicitly guarantee their deposits to restore confidence in the financial system. This is the experience of most countries in the 2007-2009 financial crisis, and earlier of the Scandinavian authorities during the 1990s.

A case in point of (implicit) burden sharing during a crisis is the application of the lender of last resort (LOLR) function of the ECB [Schoenmaker (2010b)]. The ECB can act as general LOLR flooding the interbank market with liquidity when needed. Art 18.1 of the Statute of the ESCB

---

5. An issue for discussion is whether assets are a good proxy for the presence of banks in the UK. The London operations of the major banks are primarily wholesale. This should make no difference for measuring the contagious effects. But the real effects can be overstated as these effects are more related to retail than to wholesale operations of banks.

provides the basis for this classical central banking tool: “In order to achieve the objectives of the ESCB and to carry out its tasks, the ECB and the national central banks may ... conduct credit operations with credit institutions and other market participants, with lending based on adequate collateral”. So, the ECB needs to take adequate collateral. During the 2007-2009 financial crisis the ECB has expanded the range of eligible collateral. As the range of collateral expands beyond safe assets such as Treasuries, credit risk increases. The ECB has made a provision of EUR 5.7 billion for the increased credit risk of its general LOLR operations. The national central banks (NCBs) have underwritten this provision according to their capital key in the share capital of the ECB. As each NCB is backed by its own government, the ECB’s expansion of collateral rules is implicitly underwritten by the national governments of the euro area.<sup>6</sup>

Moving from theory to practical politics, Avgouleas, Goodhart and Schoenmaker (2010) suggest to incorporate a proposal for burden sharing in the resolution plan of Living Wills. A Living Will is a recovery and resolution plan to be used when a bank may get into difficulties. Living Wills will thus enable specific burden sharing institution by institution. In a well-designed specific burden sharing system, each country’s contribution to the costs (i.e. the share in the burden) is aligned with that country’s benefits (i.e. the maintenance of financial stability). Countries facing systemic disruption are asked to contribute. They will do so if the stability effects in their country exceed their contribution. To be practical, only the countries from the core supervisory college are involved in the resolution plan. A core supervisory college could for resolution purposes turn into a cross-border stability group containing the supervisors, central banks and ministries of finance from the core countries. Such cross-border stability groups are currently suggested for the EU (European Union, 2008).

As full burden sharing across the EU, or even wider globally, is politically not feasible at this stage, a start could be made among more likeminded countries at the regional level [Dermine and Schoenmaker (2010)]. To illustrate the working of institution by institution burden sharing, Dermine and Schoenmaker (2010) use the equity-to-GDP ratio (based on book value) as an indicator of the unexpected losses that could arise and of the subsequent public bailout costs. Applying this indicator, Sweden faces a potential bailout cost for Nordea of 5.3% of its GDP (2007 figures). Under a burden sharing system of the core countries, the four Nordic countries (Denmark, Finland, Norway, and Sweden) split the bill almost equally (24%, 39%, 11% and 27%; see Table 2). Burden sharing would thus substantially reduce Sweden’s share from 5.3% to 1.4% of its GDP.

The preparation of a burden sharing arrangement in a resolution plan strengthens the cohesion in the core supervisory college. As each core country may have to pay up, it has an incentive to make sure that supervision is properly done to minimise the possibility of failure. So the key host supervisors will be induced by their ministries to take fully part in the supervisory college of a particular bank. In that way, the urgency for making a periodic joint assessment of the soundness of this particular bank by all involved supervisors will increase.

#### 4.1 INTEGRATED FRAMEWORK

An integrated framework for financial supervision and financial stability involves three stages: preventive, remedial and resolution. Table 3 presents these stages, in a stylised manner. The presence of various stages already shows that the stages and the different tools in each stage are interrelated and the tools should thus be considered jointly with each other. When designing new European arrangements, policymakers usually work from preventive to resolution. So,

---

6. The ECB used the ECB capital key to share the provisions (see Appendix). The ECB capital key is debased to the euro area members. The contribution of each EMU member state is :  $c_j / \sum_j c_j$  ( $j$  is EMU member countries).

	I PREVENTIVE	II REMEDIAL	III RESOLUTION
A Supervision of individual financial institutions	1 licensing	1 internal controls	1 private sector solution
	2 ongoing supervision	2 management	2 bankruptcy/restructuring
		3 liquidity rules	3 individual LOLR
		4 capital requirements (cross-sectional)	4 individual capital injection
B Overall financial stability	1 financial system design	1 liquidity charge	1 general LOLR
	2 financial stability review	2 capital surcharge (longitudinal)	2 general capital support

SOURCE: Schoenmaker (2010b).

first supervisory arrangements are addressed. De Larosière Group (2009), for example, proposes a European System of Financial Supervisors, with three new European Supervisory Authorities (ESAs) at the centre. We propose the reverse; we should work backwards from the endgame of resolution (burden sharing). The framework guiding the interventions at the various stages of various actors should be incentive compatible. It is clear analytically, and as confirmed by this and past crises, that incentives to intervene using the various prevention and remedial actions will be driven by the (financial) resources at risk from failing to take proper actions. As such, prevention and remedial actions are closely interrelated with resolution. This analysis helps to decide on how best to design the division of powers in table 3. Goodhart and Schoenmaker (2006) propose a backward-solving approach starting at resolution (the right-hand column in table 3). The guiding principle for decision-making on crisis management is “he who pays the piper calls the tune”.

This interrelation also means that the interventions in each stage should be managed at the same geographical level – national or European (Goodhart and Schoenmaker, 2006).<sup>7</sup> That is currently not the case. Table 4 provides the current division of powers in the European Union. The supervisory tools are in the realm of national authorities. Although there is some coordination in the level 3 supervisory committees (CEBS, CEIOPS, CESR), formal powers rest firmly at the national level. The stability tools are more of a mixed bag. Both the ECB and national central banks are active in improving the infrastructure and publishing financial stability reviews. There are no financial stability tools at the remedial stage. This is an important gap in the toolkit, both in Europe and elsewhere. Perotti and Suarez (2009) propose a liquidity charge for liquidity mismatches. Another tool would be a macro-prudential capital surcharge which moves countercyclical. At the resolution stage, there is a split between general LOLR responsibility for the ECB and general capital support by national governments.

What do we conclude from our backward-solving approach? So long as liquidity or capital injections or other forms of (fiscal) burden sharing are organised and paid on a national basis, so long will national governments normally want to oversee and undertake supervision functions.<sup>8</sup> What otherwise is the incentive for a national supervisor to put in sufficient effort, when

7. Taking a different view, Posen and Véron (2009) argue that the arrangements for supervision and stability can be considered separately. In the European context, Posen and Véron propose to move supervision to the European level, while leaving the more thorny issue of burden sharing aside and thus to keep the core of crisis management (capital support by the government) at the national level. 8. See, for example, the arrangements in Europe. As there is no fiscal back-up for the European Central Bank (ECB), the ECB is happy to let the national central banks (NCBs) take the lead on individual lender of last resort operations.

	I PREVENTIVE	II REMEDIAL	III RESOLUTION
A Supervision of individual financial institutions	National	National	National
B Overall financial stability	European/national	None	European (general IoIr) National (general capital)

SOURCE: Schoenmaker (2010b).

the costs of failing supervision are shared with other countries? Why would national governments be prepared to support ailing banks, when another European agency has neglected its duty? With the implementation of De Larosière proposals some steps are set towards European supervision. We argue that the final step to full European supervision can only be set after adequate burden sharing arrangements are in place to enable a European resolution approach.

## 5 Conclusions

The management of a banking crisis is always difficult. Decisions, for example to close or to recapitalise an ailing bank, have to be taken under time pressure. Theory suggests that recapitalisation of a failing bank is only efficient if the expected benefits (prevention of a systemic crisis) exceed the costs of a recapitalisation. Crisis management is even more difficult in a cross-border setting, in which various countries have to co-ordinate. Applying the model of Freixas (2003), it can be shown that *ex post* negotiations on burden sharing lead to an underprovision of recapitalisations. Countries have an incentive to understate their share of the problem in order to have a smaller share in the costs. The model suggests that the home country would be left with the decision, including the funding, on the recapitalisation of a failing bank.

We doubt whether the home country supervisors, politicians and taxpayers would, in the event of a failure of a large cross-European bank, be prepared to meet the costs of recapitalising such a bank in its entirety (see, for example, the failure of the Icelandic banks and the lack of co-ordination between the Belgian and Dutch authorities in the case of Fortis). While depositors would be partly protected by national deposit insurance, the bank itself, perhaps outside its own country, would then probably be forced to close. Such abrupt closure could cause widespread concern and systemic effects.

If pan-European burden sharing to allow for cross-border recapitalisation is to be made possible, it would have to be on the basis of agreed *ex ante* rules. This paper explores two sets of *ex ante* burden sharing mechanisms. The first is a general mechanism, based on full solidarity between EU member states. The underlying assumption is that financial stability is a truly public good. While general burden sharing has some attractive smoothing properties, it runs into problems of causing cross-border fiscal transfers and adverse selection (countries with a weak banking system are keen to join the burden sharing scheme). The second is a specific burden sharing mechanism. The assumption is that financial stability is only affected in the countries in which the bank is located. These countries contribute according to the geographical spread of that bank's business. Specific burden sharing has somewhat fewer problems. As a country's benefits (in the form of preserving systemic stability) and that country's contribution to the costs are better aligned in the specific burden scheme, this latter scheme is better able to overcome the co-ordination failure.

Burden sharing is politically very controversial [Pauly (2009)]. The recent financial crisis provides a (very small) window of opportunity to act. To get started, a proposal for burden sharing

could be incorporated in the resolution plan of Living Wills (a new concept to deal with too-big-to-fail). Living Wills may thus enable specific burden sharing institution by institution.

## REFERENCES

- ALLEN, F., and D. GALE (2000). "Financial Contagion", *Journal of Political Economy*, 108, 1-33.
- AVGOULEAS, E., C. GOODHART and D. SCHOENMAKER (2010). *Living Wills as a Catalyst for Action*, DSF Policy Paper No. 4, Amsterdam, Duisenberg School of Finance.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2010). *Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*, Basel.
- BRUNNERMEIER, M., A. CROCKETT, C. GOODHART, A. PERSAUD and H. SHIN (2009). "The Fundamental Principles of Financial Regulation", *1<sup>st</sup> Geneva Report on the World Economy*, International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva.
- BRUNNERMEIER, M., and L. PEDERSEN (2009). "Market Liquidity and Funding Liquidity", *Review of Financial Studies*, 22, 2201-2238.
- CAPRIO, G., and D. KLINGEBIEL (1997). "Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?", in M. Bruno and B. Pleskovic (eds), *Annual World Bank Conference on Development Economics 1996*, Washington DC, World Bank, 79-104.
- DE LAROSIÈRE, J. (2009). *Report of the high-level group on financial supervision in the EU*, Brussels.
- DERMINE, J., and D. SCHOENMAKER (2010). "In Banking, Is Small Beautiful?", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 19, 1-19.
- EUROPEAN UNION (2008). *Council Conclusions on the EU Supervisory Framework and Financial Stability Arrangements*, ECOFIN 137, Brussels, 15 May.
- FREIXAS, X. (2003). "Crisis Management in Europe", in J. Kremers, D. Schoenmaker and P. Wierdsma (eds), *Financial Supervision in Europe*, Cheltenham, Edward Elgar, 102-119.
- GALE, D. (1993). "Informational Capacity and Financial Collapse", in C. Mayer and X. Vives (eds), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge, Cambridge University Press, 117-147.
- GOODHART, C., and D. SCHOENMAKER (2006). "Burden Sharing in a Banking Crisis in Europe", *Sveriges Riksbank Economic Review*, No. 2, 34-57.
- (2009). "Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crises", *International Journal of Central Banking*, 5, 141-165.
- HERRING, R. (2007). "Conflicts between Home and Host Country Prudential Supervisors", in D. Evanoff, J. Raymond LaBrosse and G. Kaufman (eds), *International Financial Instability: Global Banking & National Regulation*, Singapore, World Scientific, 201-220.
- HONOHAN, P., and D. KLINGEBIEL (2003). "The Fiscal Cost Implications of an Accommodating Approach to Banking Crises", *Journal of Banking & Finance*, 27, 1539-1560.
- KAMINSKY, G., and C. REINHART (1999). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, 89, 473-500.
- PAULY, L. (2009). "The Old and the New Politics of International Financial Stability", *Journal of Common Market Studies*, 47, 955-975.
- PEROTTI, E., and J. SUÁREZ (2009). *Liquidity Insurance for Systemic Crises*, Policy Insight No. 31, London, CEPR.
- POSEN, A., and N. VÉRON (2009). *A Solution for Europe's Banking Problem*, Bruegel Policy Brief Issue 2009/03, Brussels, Bruegel.
- SCHINASI, G. (2007). *Resolving EU Financial-Stability Challenges: Is a Decentralized Decision-Making Approach Efficient?*, Manuscript, Washington DC, International Monetary Fund.
- SCHOENMAKER, D. (2010a). *The Financial Trilemma at Work in Europe*, Working Paper SSRN No. 1340395, VU University.
- (2010b). "A European Roadmap Towards a Common Resolution Approach", in R. Herring (ed.), *Issues in Resolving Systemically Important Financial Institutions*, Philadelphia, Wharton Financial Institutions Center.
- SCHOENMAKER, D., and S. OOSTERLOO (2005). "Financial Supervision in an Integrating Europe: Measuring Cross-Border Externalities", *International Finance*, 8, 1-27.
- SCHOENMAKER, D., and C. VAN LAECKE (2007). "Current State of Cross-Border Banking", in D. Evanoff, J. Raymond LaBrosse and G. Kaufman (eds), *International Financial Instability: Global Banking & National Regulation*, Singapore, World Scientific, 39-63.
- SULLIVAN, D. (1994). "Measuring the Degree of Internationalization of a Firm", *Journal of International Business Studies*, 25, 325-342.
- TURNER, A. (2009). *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*, FSA, London.

## APPENDIX

### Country keys

Table A.1 contains several keys that can be used to share the costs in case of a general burden sharing mechanism for a banking crisis. The GDP key is a country's share in total GDP. GDP reflects the wealth of a country and is an indirect indicator of the size of a country's financial system. The ECB capital key for a country is the arithmetic average of a country's share in total GDP and its share in total population. The ECB capital key is used to share the monetary income (seigniorage) of the ECB. The assets key is total assets of credit institutions (banks) in a country divided by total assets of EU-27 credit institutions. The banking assets key is a direct indicator of the size of a country's banking system.

## COUNTRY KEYS (IN %, 2008 FIGURES)

TABLE A.1

COUNTRY	GDP	ECB CAPITAL KEY	ASSETS
Austria	2.3	1.9	2.5
Belgium	2.7	2.4	3.0
Bulgaria	0.3	0.9	0.1
Cyprus	0.1	0.1	0.3
Czech Republic	1.2	1.4	0.4
Denmark	1.9	1.5	2.6
Estonia	0.1	0.2	0.1
Finland	1.5	1.3	0.9
France	15.6	14.2	17.1
Germany	20.0	18.9	18.7
Greece	1.9	2.0	1.1
Hungary	0.8	1.4	0.3
Ireland	1.5	1.1	3.3
Italy	12.6	12.5	8.6
Latvia	0.2	0.3	0.1
Lithuania	0.3	0.4	0.1
Luxembourg	0.3	0.2	2.2
Malta	0.0	0.1	0.1
Netherlands	4.8	4.0	5.3
Poland	2.9	4.9	0.6
Portugal	1.3	1.8	1.1
Romania	1.1	2.5	0.2
Slovakia	0.5	0.7	0.2
Slovenia	0.3	0.3	0.1
Spain	8.8	8.3	8.0
Sweden	2.6	2.3	2.1
United Kingdom	14.5	14.5	20.9
Total EU-27	100	100	100

SOURCE: Website ECB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) for ECB capital key. GDP and Assets are based on Structural Indicators for the EU Banking Sector, ECB (2010).





## CENTRAL BANK INDEPENDENCE AND FINANCIAL STABILITY

Rosa M.ª Lastra (\*)

(\*) Professor of International Financial and Monetary Law, Centre for Commercial Law Studies, Queen Mary University of London. An earlier version of this paper was presented at the Federal Reserve Bank of New York on 28 October 2009 ("Central Bank Independence in the Pursuit of Financial Stability"). I thank Charles Goodhart, Thomas Baxter, David Gross, other participants in the FRBNY seminar and Antonio Sainz de Vicuña for helpful comments. I also thank Luis Garicano for insightful views and enlightening conversations on these topics. Errors are the author's alone. E-mail: r.lastra@qmul.ac.uk.

This article is the exclusive responsibility of the author and does not necessarily reflect the opinion of the Banco de España.



“A page of history is worth a volume of logic”

Justice Oliver Wendell Holmes Jr. (1921)

### 1 Introduction

Central bank independence became a fundamental issue in economic policy debate twenty years ago. Back then, the main question arising in the academic and policy debate was the independence of central bank in the pursuit of monetary stability, an objective which had become of paramount importance, given the inflationary excesses of demand-driven economic policies in the 1970s and 1980s. Governments needed a brake to avoid taking destructive actions when the siren of inflationary temptation appeared, and like Ulysses at the mast, central banks around the world were granted independence to achieve inflation control. One goal: price stability, one instrument: monetary policy was the recipe adopted almost universally. It was a relatively easy paradigm to enact legally. Hence, central bank laws were changed to make price stability the primary mandate and to grant independence to the central bank in the pursuit of this objective. The Maastricht Treaty made it a condition *sine qua non* for entry into European Monetary Union, and the International Monetary Fund made it often a “condition” attached to the programs of reform that countries submitted in order to get access to Fund financing. And it seemed to work remarkably well in the fight against inflation. But, as with any economic theory, it had some fault lines. The first one refers to the primacy of the goal in all circumstances; inflation is surely a concern in an inflationary environment but not in a deflationary one. And in the context of the financial crisis 2007-2009, central banks main concern shifted from price stability to the need to restore financial stability. The second fault line refers to the measurement of inflation. Following Goodhart’s law, any observed statistical regularity will tend to collapse once pressure is placed upon it for control purposes<sup>1</sup>, the measurement of inflation largely ignored asset prices, in particular house prices, thus being unable to identify and combat the “elephant in the room”, that is a large asset price bubble that eventually burst in August 2007.

This paper revisits the issues surrounding central bank independence in the pursuit of financial stability. The paper is divided into seven sections. Section 1 provides a brief review of central banking history and functions in the light of the twin objectives of monetary and financial stability. Sections 2 and 3 revisit respectively the notions of central bank independence and corresponding accountability. Section 4 assesses the legal framework of central bank independence. Section 5 presents a reflection on the differences between ordinary times and extraordinary times, drawing on the historical example of the pre-1999 German Bundesbank. Section 6 examines the concept of financial stability. Section 7 considers the lender of last resort role of the central bank in the light of the recent financial crisis. The paper finishes with some concluding observations.

### 2 Central Bank Rationale and Functions

Central banking has evolved throughout its relatively short history, from the time in which the Swedish Riksbank (the first central bank in the world, created in 1668) and the Bank of England (set up in 1694) started operations to central banks in contemporary times, with the Federal Reserve System established in 1913 and the European Central Bank in 1999. While the original *raison d’être* for the establishment of the first central banks was note issue and government finance, this rationale has changed over time.<sup>2</sup> The Fed was founded following the

---

1. See Charles Goodhart, *Monetary Theory and Practice: The UK Experience*, MacMillan, London, 1984, p. 96. 2. See generally Charles Goodhart (1988), *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, Cambridge.

banking crisis of 1907: “To provide for the establishment of Federal Reserve Banks, to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes” (Introduction to the Federal Reserve Act of 1913). The main rationale for the creation of the Bundesbank in 1957, a country that had suffered from hyperinflation during the inter-war period, was price stability; this rationale was “inherited” by the European System of Central Banks.

Vera Lutz Smith (a student of Hayek) explained in her excellent 1936 book, *The Rationale of Central Banking* that the twin mandate of central banks was stable money and sound banking. The emphasis on stable money as the primary objective of monetary policy in the late 1980s and in the 1990s was often accompanied from a move away from the supervisory tasks that are an integral instrument to achieve sound banking and finance. Indeed, some countries (such as the UK and Australia) have moved prudential supervision outside of the central bank. But a crucial aspect of current reform proposals in response to the financial crisis 2007-2009 involves having the monetary authorities more closely involved in financial supervision, a return to the financial stability mandate.

The list of central bank functions is open-ended and dynamic, comprising note issue, government finance, monetary policy, banking supervision and regulation, banker’s bank and lender of last resort, smooth operations of the payment systems, management of gold and foreign reserves, conduct of foreign exchange operations, debt management, exchange controls, development and promotional tasks and others.<sup>3</sup> The scope of powers and the relative importance of the functions of a central bank have changed over time and across countries.

There has always been a strong connection between the central bank and the government. They have built a special relationship: the central bank has been consciously awarded privileges by the government, and in exchange it has been expected to provide certain services and functions for the government. However, this special relationship has not always been easy; indeed, at times it has been rather confrontational. The nickname given to the Bank of England, the Old Lady of Threadneedle Street, is a reminder of this special relationship.<sup>4</sup>

### **3 Central Bank Independence**

The phenomenon of independence is not unique to central banking. It is a feature inherent in the administrative law tradition in some countries where functional decentralization is considered an effective way of dividing power, often in combination with geographic decentralization, as is the case in the United States. The rise and rise of agencies or independent regulatory commissions can be explained because of the increasing intricacy of the functioning of the modern state. It is an effective way of dealing with the regulation of complex realities: money, securities, energy, transport, telecommunications, the environment and others. The skills, expertise and superior qualifications of technocrats (central bankers, energy regulators, etc.) compared to politicians reinforce the case for independence.

In many European jurisdictions, the advent of central bank independence on the one hand and the establishment of agencies to regulate privatized utilities on the other hand have signified a change in their administrative law tradition, which used to rely on executive departments head-

---

3. For an analysis of central banking functions see Lastra (1996), *Central Banking and Banking Regulation*, pp. 249-286. See also P. Pollard, *A Look Inside Two Central Banks: The ECB and the Federal Reserve*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Jan.-Feb. 2003, p.18. 4. The nickname comes from a Thomas Gillray cartoon published in May 1797, following a speech that a Member of Parliament, Richard Brinsley, had made in the House of Commons alluding to the Bank as an “elderly lady in the City of great credit and long standing, who had unfortunately, fallen into bad company”. That bad company being the company of Prime Minister Pitt, who had required the Bank to make large loans to the Government to finance a war against France.

ed by a cabinet officer. Since important elements of that tradition remain deeply embedded in the legal framework of many European countries, this background is important to understand the debate about the legitimacy and accountability of independent central banks.

The argument for “monetary independence” (i.e., central bank independence in the pursuit of a price-stability oriented monetary policy) is relatively straightforward. Experience has shown that political institutions often do not maintain stable prices. They have several powerful incentives to expand the money supply beyond the rate of real growth in the economy. In non-democratic societies, the control of the money supply is an important instrument of economic policy that can address various political needs, most notoriously the financing of government needs. In a democracy, political parties try to appeal to various constituencies and in their eagerness to increase economic activity, the incumbent party may engage in inflationary policy in the period immediately before an election in order to raise employment, and create a strong, if temporary, sense of euphoria among voters that translates into votes for the politicians then in office. It is against this background that independent central banks find their contemporary justification: central bank independence is conceived as a means to achieve the goal of price stability.

Making a central bank independent interferes – to some extent – with the sovereign’s right concerning the creation and regulation of money (*lex monetae*). Article I, section 8, clause 5 of the U.S. Constitution gives Congress the power “to coin money, regulate the value thereof, and of foreign coin”.<sup>5</sup> Congress delegated some powers to the Federal Reserve System when it enacted the Federal Reserve Act in 1913. It is this first “democratic act” (passage of legislation by Congress) that gives legitimacy to the functions and operations of the Federal Reserve System. The nature of delegated powers is fundamental to frame independence within the existing system of checks and balances, and to understand its constitutional scope and the nature of its limitations. Central bank independence is not absolute, but relative. Central bank independence has an instrumental nature, as a means to achieve a goal, namely price stability, a goal which is desirable for the economic running of the state and for the welfare of society.

Central bank independence gives central bankers a degree of discretion (room for manoeuvre) in the pursuit of their delegated mandate, subject to a framework of rules. In 1942, in the context the proposals that eventually led to the establishments of the International Monetary Fund, John Maynard Keynes famously noted: “Perhaps the most difficult question is how much to decide by rule and how much to leave to discretion”.<sup>6</sup> This is an issue that is ever present in administrative law, as it is in monetary policy. Central banking is as much an art as a science.

#### 4 Accountability

How can giving freedom (i.e., independence) to unelected officials be reconciled with a society remaining democratic? The answer is: through accountability. To begin, it is important to point out that authority is not given away, but “delegated”. Democratic legitimacy is a prerequisite for the establishment of an independent central bank. The creation of such an entity must be the fruit of a democratic act (an act of the legislator, a constitutional decision or a treaty provision). It is then in the continuing life of that entity that accountability becomes necessary: the process of bringing back (by giving account, explaining, justifying or taking measures of amendment or redress) that independent entity to the procedures and processes of a

---

5. [US] Congress’ right to regulate interstate commerce (Article 1, Section 8, Clause 3) encompasses banking and other financial services as the courts have come to define and interpret this clause. Congress also has the right to make any law that is “necessary and proper” for the execution of its enumerated powers (Article I, Section 8, Clause 18). 6. John Maynard Keynes, “Proposals for an International Currency (Clearing) Union”, 1942.

democratic society. A clearly specified mandate is given by parliament, and the agency to whom the mandate is given, be it the central bank or another agency, is then left to get on with carrying it out.

Agencies have been described as “miniature governments”, typically endowed with executive powers, quasi-legislative (rule-making) and quasi-judicial powers (adjudication). Since agencies are by definition technocracies (a “headless fourth branch of government”, according to some commentators),<sup>7</sup> a basic problem of political legitimacy arises: how to reconcile their powers with the demands of a democracy? In the United States, independent regulatory commissions have been the subject of extensive debate and criticism.<sup>8</sup> For instance, the 1971 Ash Council Report<sup>9</sup> (the Report of the President’s Advisory Council on Executive Organization) on Selected Independent Regulatory Agencies, recommended that functions of six agencies, including the Securities and Exchange Commission (SEC), should be transferred to single administrators under the President. In particular the agencies were criticized for their alleged lack of accountability and their excess of independence. Agencies have also been criticized for being susceptible to regulatory capture. This is rooted in the commonality of expertise and interests that exist between regulators and those regulated. But capture is also a temptation in other branches of government. For instance lobbies pressure Congress for or against legislative change; the case of healthcare reform being one that illustrates this point.

Central banks are not majoritarian, democratic institutions. Central banks are, instead, technocratic bureaucracies, staffed by career government employees and, typically, a few leaders who have been appointed by the political authorities. It might be said that any bureaucratic agency is not-majoritarian, since decisions are made by appointed officials rather than elected ones. But the problem is exacerbated in the case of central banks as compared with typical bureaucracies. Central banks do not simply administer a technical regulatory scheme affecting discrete industries or interests. They regulate price levels, which is one of the most fundamental powers of government, and one of the most important practical concerns of the public at large. Though they are accountable for their actions, central banks tend to be more insulated from political control than other independent agencies. This political insulation raises a basic issue in democratic legitimacy.

The case for central bank independence can be reconciled, in general, with the theory of democratic self-determination. An analogy to the independent judiciary may be useful in this respect. Like central banks, the judiciary administers an institution (a nation’s laws) that goes to the core of a nation’s political identity. And like central bankers, judges, in general, are not popularly elected in liberal democracies. Constitutional theorists tend to focus on the unique features of a court to explain the institution of judicial review. The court has a special expertise and legitimacy in interpreting the law that other bodies of government do not have. Moreover, courts are “less dangerous” than other political institutions. They are less dangerous both

---

7. See Robert Litan and William Nordhaus, *Reforming Federal Regulation* (New Haven: Yale University Press, 1983), p. 50: “[Independent Commissions] are in reality miniature independent governments set up to deal with the railroad problem, the banking problem or the radio problem. They constitute a headless ‘fourth branch’ of the government, a haphazard deposit of irresponsible agencies and uncoordinated powers. They do violence to the basic theory of the American Constitution that there should be three branches of government and only three.” 8. There are two kinds of “independent” agencies in the USA: those whose independence is ostensibly created by statutes which protect officials against dismissal by the President (such as the Fed, the SEC and others) and those which are given separate status within the government, but which are subject to ostensibly plenary control by the President (such as the Environmental Protection Agency, EPA). Theoretically, this distinction is important, because while there is Supreme Court precedent upholding some independent agencies in the first sense, there is still a constitutional cloud over them because the US Constitution nowhere provides for a “fourth” branch of government. See Geoffrey Miller (1986), “Independent Agencies”, *Supreme Court Review* 41, pp. 50-58. 9. The Report is quoted in Kenneth Culp Davis, *Administrative Law and Government* (2<sup>nd</sup> Edn, St. Paul MN: West Publishing Co., 1975) pp. 20-22.

because they are largely immunised from the influence of special interests, and because they lack the powers that other governmental agencies enjoy, such as the spending power or the power to exert compulsory force. With regard to central banks, it is possible to devise a similar set of justifications for the conduct of monetary policy by unelected officials who enjoy explicit protections against political influence. First, as already noted, the problems of legitimacy for central banks are less than for a court exercising judicial review because the central bank's powers are explicitly conferred by legislation adopted in the political process. A legislative charter can always be revised by subsequent legislation; and even if the charter is embodied in a national constitution or Treaty, the constitution or Treaty can always be amended or ignored. The possibility of a government override – if allowed by the legislation – actually nullifies independence. Second, the central bank, as a bank, can claim a special expertise in the things that banks do, just as a court, as a court, can claim expertise and legitimacy in interpreting the law. Central banks are specialized at managing the money supply and price levels. Third, central banks, like courts, are weak in most respects. They do not enjoy wide ranging authority to bring the coercive power of the state against private citizens. Like the courts, their powers in the area of their activity can be justified by their weakness in other areas.

The notion of accountability is often an elusive one. Accountability – from a legal perspective – should be diversified to include parliamentary accountability as well as judicial review of the agency's acts and decisions, and a degree of co-operation with the executive to ensure consistent overall policy making. In a national context, parliament remains sovereign in its legislative decisions, and one statute proclaiming the independence of an agency can always be removed by another one revoking it. Parliamentary accountability should be exercised through a variety of procedures and mechanisms, including annual reports and appearances in front of parliament of public officials on a regular basis, and also in the case of an emergency situation. Judicial review of the agency's actions and decisions (conducted by an independent and depoliticised judiciary) is essential to prevent and control the arbitrary and unreasonable exercise of discretionary powers. This is a fundamental element of the rule of law. The discretion of public officials should never be unfettered but subject to legal control.

Economists, while accepting this “institutional” articulation of accountability, in particular parliamentary accountability, tend to put the emphasis on performance accountability on the one hand and on disclosure on the other. Performance control (the question of how accountability is to be achieved) is concerned with the efficiency of an independent institution and is conditional upon the objectives and targets imposed upon the central bank. Performance accountability has a “technical” rather than a “political” character. Disclosure can be viewed as a “market-based” form of accountability. Performance accountability requires that there are objectives or standards (criteria of assessment) according to which an action or decision might be assessed. Performance accountability is easier to achieve when there is one objective (e.g., price stability), rather than several objectives, and when the objective is narrowly defined (e.g., inflation targeting). Because performance of outputs on the supervisory activity is hard to measure and because the supervisory task requires long horizons, process accountability should be preferred with regard to the conduct of financial supervision.<sup>10</sup>

## **5 The Legal Articulation of Central Bank Independence**

Independence is a matter of degree; some independent central banks are more independent than others. The measurement of independence has often been constructed using a legal in-

---

10. See Luis Garicano and Rosa Lastra, “Towards a new Architecture for Financial Stability”, Forthcoming in the *Journal of International Economic Law* (2010).

dex. The following elements should be included in a law that truly safeguards independence: (1) declaration of independence; (2) organic guarantees and professional independence; (3) functional or operational guarantees; (4) financial autonomy; and (5) regulatory powers.

Legal guarantees concerning the organization and functions of central banks on the one hand and the integrity and professionalism of central bankers on the other hand are an important measurement of legal central bank independence. The incentive structure of independent central bankers is different from that of elected politicians. Political economy and political science have contributed to the understanding of this “incentive structure”. However, these incentives need to be enshrined in the law in order to be effective and enforceable. The “organic” or institutional independence is evidenced by a number of safeguards or guarantees such as the appointment and removal procedures of the members of its governing bodies. In particular, a law on central bank independence should guarantee security of tenure (typically for period of time longer than that held by legislators) and well defined appointment and removal procedures for central bank board members. Another recommendation is for “professional independence”, which is enhanced by the appointment of qualified candidates, well versed in monetary economics and central banking theory and practice. Professional independence<sup>11</sup> – which contributes to the reputation and prestige of the institution – is also safeguarded by the establishment of a list of incompatible or disqualifying activities so as to prevent conflicts of interest. For instance, while in office central bankers should be precluded from simultaneously holding private-sector jobs.

The central bank law should also include “functional” or “operational guarantees” of independence, that is provisions that grant the central bank “room for manoeuvre” with regard to the carrying out of its functions and operations, without government interference, within the limits of the powers expressly conferred upon it by the enabling legislation. The key economic test of independence is the central bank’s ability to withstand government pressure to finance government deficits via central bank credit. In this respect, the central bank law should include a provision prohibiting or severely limiting the central bank’s lending to the public sector. The power to issue rules and regulations is a measure of the autonomy (ability to give rules to itself) of an agency.

The financial independence refers to the ability to adopt its internal budget, in accordance with criteria defined in the law so as to ensure that the central bank’s expenditures are reasonable.

Having briefly discussed the “legal guarantees” of independence, it is important to reflect on the following two questions: independence from whom and independence in what?

*Independence from whom?* It is typically from the political direction of the elected government, though in the case of central banks with supervisory responsibilities (and with regard to their role as bankers’ bank) it is also independence from the financial institutions to avoid regulatory capture. Article 108 of the EC Treaty (which has become Article 130 of the Treaty for the Functioning of the European Union following the entry into force of the Lisbon Treaty) has a very broad declaration of the scope of the independence of the European Central Bank from both

---

11. Professional independence can be considered an element of *de iure* independence, but it is also an element of *de facto* independence, which, in my opinion, is determined by: the personalities of the governor and the minister of finance (and in some countries of other high officials); the political and economic circumstances (e.g., economic expansion or recession); the history and national priorities of the country concerned; the depth and quality of monetary analysis; the rate of turnover of central bank governors and other factors. See Lastra (1996), *Central Banking and Banking Regulation*, p. 12.



national authorities and Community institutions.<sup>12</sup> Independence though is only one side of the coin, the other being accountability. In this respect, independence from political instruction must be accompanied by adequate mechanisms of accountability, in particular parliamentary accountability.

*Independence in what?* It is typically independence in the conduct of monetary policy for the pursuit of price stability. The scope of independence can also be extended to other central bank functions, either because their functioning is intimately linked to the conduct of a price-stability oriented monetary policy or because the law says so (i.e., the law specifies that the central bank is independent in the conduct of all of its functions). However, there are several limits that affect the scope of independence.

To begin, the central bank is necessarily “dependent” in some functions, for instance when it acts as an agent of the Treasury in the carrying out of foreign exchange operations or when it acts as fiscal agent. Secondly, with regard to the pursuit of monetary stability, central bank independence is limited to its internal dimension, i.e., price stability. The external dimension of monetary stability (concerning the exchange rate and the formulation of exchange rate policy), generally rests with the government, even though its implementation is often entrusted to the central bank.<sup>13</sup> Thirdly, the goal constraint effectively provides a delimitation of the contours of independence. Central bank independence – in line with the theory of delegated powers – has to be understood within the context of the goals that the institution is required to pursue, which are important public goals needed for the proper economic functioning of the state. While maintaining price stability is a fundamental goal, it is rarely – if ever – the sole objective.<sup>14</sup> Financial stability is also a key goal for central banks and other agencies. And if public funds are at stake, central bank independence in the pursuit of financial stability is limited by the government’s necessary involvement in the destiny of the financial institutions that have received government assistance.

The goal of complete insulation from politics cannot be realised. In an imperfect world, some compromise with the “ideal” of central bank independence is a practical necessity.

## 6 Ordinary Times Versus Extraordinary Times<sup>15</sup>

In ordinary times, countries do not face profound threats to, or alterations of, their basic identity. Ordinary times are structured around more limited disputes that do not go to the identity of the nation or to its basic security. In extraordinary times, when a country’s basic identity or survival is at stake, the government may need to raise revenues very quickly and efficiently or to depart from other basic tenets of central bank independence.

When the fundamental identity, security, or values of a nation are an issue, the matter is no longer one of technical expertise (which is a compelling argument only within a framework of

---

**12.** Article 108 of the EC Treaty reads as follows: “When exercising the powers and carrying out the tasks and duties conferred upon them by this Treaty and the Statute of the ESCB, neither the ECB, nor a national central bank, nor any member of their decision-making bodies shall seek or take instructions from Community institutions or bodies, from any government of a Member State or from any other body. The Community institutions and bodies and the governments of the Member States undertake to respect this principle and not to seek to influence the members of the decision-making bodies of the ECB or of the national central banks in the performance of their tasks”. **13.** Former German Chancellor H. Schmidt wrote in his memoirs that he regarded exchange rate policies as “important elements of general foreign and strategic policy”. See Lastra (1996), p. 276. **14.** See Lastra, *Legal Foundations of International Monetary Stability* (2006), p. 36: “Monetary stability is an important economic goal. However, there are other important economic goals that the government needs to take into account in the design of its economic policies: growth, employment, etc. The question then arises: what is the best way of achieving several goals? In recent years, the solution adopted by the political authorities in many countries is to pursue growth and employment directly through fiscal policy and other instruments of economic policy – typically under political instruction – and to delegate the mandate of price stability and the conduct of monetary policy to an independent central bank”. **15.** See Rosa Lastra and Geoffrey Miller, “Central Bank Independence in Ordinary and Extraordinary Times”, in Jan Kleineman (ed.), *Central Bank Independence. The Economic Foundations, the Constitutional Implications and Democratic Accountability* (The Hague: Kluwer Law International, 2001) pp. 31-50.

accepted values and institution) but instead concerns basic democratic choices. Central banks should not be making these kinds of fundamental decisions. Similarly, the fact that a central bank is a bank may justify its conduct of a nation's banking business in ordinary times, but in extraordinary times, the national interest becomes paramount to arguments for legitimacy based on functional role. And the fact that a central bank is relatively powerless over many governmental functions becomes irrelevant when the bank, by virtue of the powers it does have, prevents or impedes much broader and more fundamental processes. If the public as a whole made a resolute and considered judgment that price level stability was not a central value for the conduct of economic policy, it hardly seems sensible to deny the public the right to self-determination, even if such a decision is, in the view of contemporary economic theory, not a wise one.

The insulation of the central bank from politics does not pose a serious difficulty for democratic functioning in ordinary times; but in extraordinary times, the autonomy of the central bank can, and should, legitimately yield to other concerns. *The problem of institutional design is how to distinguish the ordinary times from the extraordinary ones.* For instance, can the financial crisis that commenced in 2007 and reached its zenith in September 2008 be considered such an extraordinary time, one that justifies departure from regular principles of central bank operations? I tend to side with those that contend that in 2008 we were living in extraordinary times, with a real danger that the whole financial system would implode. Hence, central bank actions during that period ought to be examined under this prism, as I further consider in section 7 below when I examine the lender of last resort role of the central bank.

Politicians and interest groups will always have the incentive to characterise issues as extraordinary in order to wrest power away from the central bank. It would not be advisable for a nation to allow too-easy a recourse to this argument, because of the danger that the value of central bank independence will be lost for very little gain. Usually, the central bank is established, and given its autonomy, by legislation. If the central bank has performed well and enjoys a high degree of public confidence (though confidence is hard to build up and easy to destroy), the authorising legislation will become deeply embedded in the political fabric of the nation. In some countries, the central bank's autonomy is even more deeply embedded, at least from a legal point of view, by being contained in the political constitution of the country or in a Treaty (as in the case of the EU).

#### 6.1 THE HISTORICAL EXAMPLE OF THE BUNDESBANK

Some features of central bank institutional design can be understood as attempting to deal with this problem. For example, many central bank laws contain strict prohibitions against central bank lending to the government (the economic test of independence). These prohibitions are intended to prevent the government from inflating the economy during ordinary times. In extraordinary times, however, these restrictions need to be eased, as the history of the Bundesbank over the years proved. Indeed the German visceral hate for inflation and their unwavering support for monetary stability dates back to the disastrous experience of hyperinflation in the inter-war period. The provisions in the 1957 Bundesbank Law that encapsulate the idea of independence for the sake of monetary stability are Articles 3 and 12. According to Article 3: "The Deutsche Bundesbank regulates the amount of money in circulation and of credit supplied to the economy, using the monetary powers conferred on it by this Act, with the aim of safeguarding the currency, and sees to the execution of domestic and external payments". According to Article 12: "Without prejudice to the performance of its functions, the Deutsche Bundesbank is required to support the general economic policy of the Federal Cabinet. In exercising the powers conferred on it by this Act, the Bank is independent of instruction from the Federal Cabinet".

Though the Bundesbank Law entrusted the Bundesbank with “monetary powers” with the “aim of safeguarding the currency”, those monetary powers were in fact restricted to one instrument: the ability to raise and lower interest rates. The room for manoeuvre for many independent central banks is monetary policy. Exchange rate policy typically remains in the hands of government. The Bundesbank’s room for manoeuvre ( independence) was seriously curtailed in the last decade through two major historical developments: German unification and European Monetary Union. In the case of German unification, the interest at stake was national identity, not price stability. The ERM (the Exchange Rate Mechanism of the European Monetary System) was sacrificed in order to achieve a greater national objective: the unity of the German people. In the case of European Monetary Union, supranational integration was considered to be more important for the future of the German nation than the maintenance of an independent central bank.

The independence of the Bundesbank was seldom sacrificed with regard to price stability, since the inflation-averse German public was ready to accept the anti-inflationary policies proposed by the central bank. It is when it came to other goals that compromised the very identity or security of the nation, that independence and price stability were sacrificed.

## **7 The Definition of Financial Stability**

Financial stability is a goal difficult to define (more identifiable in its negative definition of what instability is than in its positive definition), and yet it is a most important policy objective, one that transcends institutional boundaries and geographic borders. Financial stability is a national, regional and international goal. There are a variety of instruments that can help achieve that goal. At the national level, the main instruments are supervision and regulation, lender of last resort and liquidity assistance, crisis management procedures and fiscal support in case of bank public recapitalization or nationalization. Financial stability, systemic risk/contagion control and sound banking and finance are “close cousins”.

Acknowledging the lack of a clearly established analytical and operational framework for the understanding of financial stability, Tommaso Padoa-Schioppa has referred to it as a “land in between” monetary policy and supervision.<sup>16</sup> While in the past monetary policy, prudential supervision and financial stability typically formed a single composite, these functions have often become “unbundled”, due the advent of EMU in the euro-zone countries (with a centralized monetary policy and decentralized prudential supervision) and due to the transfer of supervision away from the central bank to a separate agency in some countries such as the UK.

The central bank because of its unique position as banker to the Government and bankers’ bank, is best placed to undertake a leading role in the pursuit of both monetary stability and financial stability. Though the twin mandate of central banking is stable money and sound banking and finance, the latter has often been neglected in recent years.

Monetary policy, the quintessential central banking function, has been increasingly focused in recent years on the pursuit of one goal: monetary stability, understood as price stability. The consistency between one instrument (monetary policy) and one goal (price stability) that is present in the pursuit of monetary stability contrasts with the multiplicity of instruments and goals that exist with regard to the pursuit of financial stability. This makes the pursuit of financial stability a difficult endeavor, and this difficulty is further compounded by the problems of

---

<sup>16</sup> See Tommaso Padoa-Schioppa, “Central Banks and Financial Stability. Exploring a Land in Between” (Speech delivered in the European Central Bank’s Second Central Banking Conference, *The Transformation of the European Financial System*, 24-25 October 2002), available at <http://www.ecb.int/home/conf/cbc2/tps.pdf>. This speech has been published as Chapter 8 in his book, *Regulating Finance* (Oxford: Oxford University Press, 2004).

jurisdictional domain, since financial stability is a goal that transcends national boundaries. Like a tsunami that does not respect national boundaries, episodes of financial instability have a trans-national dimension, thus requiring a trans-national solution. Financial stability is also a goal that transcends institutional mandates (for instance in the UK, the Financial Services Authority, the Bank of England and the Treasury all have a shared interest in its pursuit). The idea of a “council for financial stability” – as proposed in the US, UK and EU<sup>17</sup> – is a sensible response in this regard. However, the chair of this Council should be in my opinion the central bank. One institution needs to be in charge, as the MOU (tripartite arrangement) painfully demonstrated in the Northern Rock affair in the UK. The central bank is the institution best placed (*equidistant from the government and from the financial system*) to assume the chairmanship. Any national council for financial stability should work together with other such councils in other jurisdictions, notably in Europe with the proposed creation of the European Systemic Risk Board. As well, it should work closely with the Financial Stability Board and IMF to identify macro-economic trends that can have a negative impact on financial markets.

A distinction is now made between macro-prudential supervision and micro-prudential supervision. According to the House of Lords Report on the Future of EU Supervision and Regulation,<sup>18</sup> “macro-prudential supervision is the analysis of trends and imbalances in the financial system and the detection of systemic risks that these trends may pose to financial institutions and the economy. The focus of macro-prudential supervision is the safety of the financial and economic system as a whole, the prevention of systemic risk. Micro-prudential supervision is the day-to-day supervision of individual financial institutions. The focus of micro-prudential supervision is the safety and soundness of individual institutions as well as consumer protection. The same or a separate supervisor can carry out these two functions. If different supervisors carry out these functions they must work together to provide mechanisms to counteract macro-prudential risks at a micro-prudential level”.<sup>19</sup> A common trend in response to the crisis is to give the central bank responsibility for macro-prudential supervision.<sup>20</sup>

As I discuss in a forthcoming paper with Luis Garicano<sup>21</sup>, central banks with or without direct micro-supervisory responsibilities should have macro-supervisory powers to identify negative trends, drawing on the statistical information that it already gathers for monetary policy purposes, on financial stability reviews, on the information gathered by other supervisory agencies and on additional powers to request information from institutions or markets previously unregulated but that can cause systemic risk. The central banks should have a view of the “forest” even though other supervisory agencies continue to supervise the health of each individual “tree”.

---

17. See UK Treasury, “Reforming Financial Markets”, July 2009, <[http://www.hm-treasury.gov.uk/d/reforming\\_financial\\_markets080709.pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/d/reforming_financial_markets080709.pdf)> and Financial Services Bill, <[http://www.hm-treasury.gov.uk/press\\_108\\_09.htm](http://www.hm-treasury.gov.uk/press_108_09.htm)>, US Treasury White Paper, US Treasury, “Financial Regulatory Reform, a New Foundation”, June 2009, <[http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport\\_web.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf)>, Commission Recommendation of 27 May 2009 endorsing the De Larosière Report, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2009/fin\\_supervision\\_may\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/fin_supervision_may_en.htm) and <<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/1347&type=HTML>>. Commission adopts legislative proposals to strengthen financial supervision in Europe (see MEMO/09/404 and MEMO/09/405), 23 September 2009. The Ecofin Council on 2 December 2009 approved the creation of the new three European Supervisory Authorities, which together with the European Systemic Risk Board (for which broad political agreement was reached on 20 October 2009) form the new EU supervisory structure. See <[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/ecofin/111706.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/111706.pdf)>. 18. See <<http://www.publications.parliament.uk/pa/ld200809/ldselect/ldcom/106/106i.pdf>>. 19. The central bank can rightly claim: “if I am going to assist you in a rainy day (LOLR), I need to know what you do on a sunny day”. This axiom is complicated if the central bank is not in charge of supervision. For instance in the UK, given that supervision is a task performed by the FSA, the Bank of England and the FSA need to have close cooperation and coordination in this regard. 20. For a review of these arguments see Garicano and Lastra, *supra* note 10, forthcoming 2010. 21. *Ibid.*

Some people oppose granting more powers to the central bank because of distrust in the institution or because of concerns about excessive concentration of powers. Distrust towards government intervention has always been and will always be a feature of laissez-faire proponents of various sorts. Against that, it has been argued that had central banks not effectively provided ample liquidity to the markets in 2008-2009, the financial crisis 2007-2009 could probably have become the Great Depression of 2010. The argument about excessive concentration of power has more weight in my opinion. In a democracy, any increase in power for a non-elected agency (effectively a technocratic institution) needs to be accompanied by adequate mechanisms of accountability and needs to be justified on the basis of public interest considerations. In this regard, financial stability – like monetary stability – is a value that should be embraced by different political parties, thus becoming part of the constitutional economic order and not subject to electoral divisions or partisan agendas.

The major problem lying ahead for central banks in their pursuit of financial stability is the so-called boundary problem or perimeter issue.<sup>22</sup> Like with territorial waters in fishing disputes amongst countries, where you draw the line of regulation, protection and government assistance is likely to lead to disagreements. This is an unresolved issue of paramount importance, because the crisis has shown the profound systemic risk implications of some non-banks, such as AIG. The definition of a systemically significant financial institution is not an easy task: size, structure, interconnectedness are all factors to consider. Furthermore, it is a dynamic definition; any published list (as the one published by the Financial Stability Board<sup>23</sup>) is – in my opinion – likely to lead to moral hazard incentives, unless there is a proper pricing of the implicit government guarantee. I would add that almost all systemically significant financial institutions have a cross border dimension, thus calling for across-border solution, supra-nationally and/or internationally. A set of internationally agreed rules on cross border insolvency of banks and systemically significant financial institutions is very much needed. Cross border crisis resolution is the number one unresolved issue in the aftermath of the most severe financial crisis since the Great Depression in the 1930s.

### **8 The Lender of Last Resort Role of the Central Bank during the Crisis<sup>24</sup>**

The first line of defense against a banking crisis is liquidity support. Central banks provide liquidity when no other sources of liquidity are readily available (or at least are not available at “reasonable market prices”), hence the name lender of last resort. When the final historical account of the 2007-2009 gets written, emergency liquidity assistance will surely emerge as one of the defining policy responses throughout the period.

Central banks often entered uncharted territory with regard to their liquidity support operations. For instance, the Federal Reserve Board considerably expanded its lending facilities to banks, other financial market participants and even corporations during the crisis. The legislative authority invoked in many cases since March 2008 is Section 13.3 of the Federal Reserve Act, which allows the Fed to lend to financial institutions other than a regulated depository institution because of “unusual and exigent circumstances”.<sup>25</sup> To the traditional discount window

---

22. See e.g. the so-called “Geneva Report” by Brunnermeier, Marcus Andrew Crocket, Charles Goodhart, Avinaush Persaud and Hyun Shin, “The Fundamental Principles of Financial Regulation”, *Geneva Report on the World Economy*, February 2009. 23. See *Financial Times*, 29 November 2010 at <<http://www.ft.com/cms/s/0/df7c3f24-dd19-11de-ad60-00144feabdc0.html>>. See also <[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_091107c.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_091107c.pdf)>. 24. See generally Rosa Lastra and Andrew Campbell, “Revisiting the Lender of Last Resort”, *Banking and Finance Law Review*, Vol. 24, No. 3, June 2009, pp. 453-497. 25. Section 13.3 (“Discounts for Individuals, Partnerships, and Corporations”) reads as follows: In unusual and exigent circumstances, the Board of Governors of the Federal Reserve System, by the affirmative vote of not less than five members, may authorize any Federal reserve bank, during such periods as the said board may determine, at rates established in accordance with the provisions of section 14, subdivision (d), of this Act, “to discount for any individual, partnership, or corporation, notes, drafts, and bills of exchange when such notes, drafts, and bills of exchange are indorsed or otherwise secured to the satisfaction of the Federal Reserve bank: Provided, That before

lending (DWL) for depository institutions and open market operations (OMOs), a number of facilities and programs were added.<sup>26</sup> This expanding list of facilities has been characterized by the widening range of acceptable collateral, the lengthening of the term of the loan and the ability to reach non depository financial institutions.

In the United Kingdom, as part of the package of measures adopted to combat the crisis, the Special Liquidity Scheme was introduced in April 2008,<sup>27</sup> almost eight months after the Northern Rock debacle.<sup>28</sup> The aim of the SLS was to improve the liquidity position of the banking system by allowing banks to swap their high quality mortgage-backed and other securities for UK Treasury Bills for up to three years. The Scheme was designed to finance part of the overhang of illiquid assets on banks' balance sheets by exchanging them temporarily for more easily tradable assets. Securities formed from loans existing before 31 December 2007 were eligible for use in the SLS. Though the draw-down period for the SLS closed on 30 January 2009 (the use of the Scheme was considerable, totalling £185 billion of Treasury Bills), the authorities announced that the Scheme would remain in place for three years, thereby providing participating institutions with continuing liquidity support and certainty. In addition to extending the maturity date, in January 2009 the UK Government announced<sup>29</sup> additional measures to combat the crisis, including the Government's Credit Guarantee Scheme (CGS), designed to reduce the risks on lending between bank, establishing a new facility for asset backed securities and a new Bank of England facility for purchasing high quality assets, offering capital and asset protection scheme for banks, and clarifying the regulatory approach to capital requirements.

In order to reach a proper understanding of the lender of last resort role of the central bank during the crisis, it is important to revisit its theoretical basis, to re-examine the four "pillars" or conditions, that are traditionally applied when providing lender of last resort assistance. *These are not legal principles, but rather principles attributed to LOLR since the doctrinal elaboration by Thornton and Bagehot.* First, financial assistance should be made available to banks which are illiquid but solvent. Second, the central bank should lend "freely", that is it should lend as much as is needed, but the rate of interest charged should be high. The third pillar is that the central bank should accommodate anyone who can provide "good" collateral which is valued at lower than pre-panic prices but higher than it would have been valued had the central bank not entered the market. Fourth, while the central bank should let it be known in advance that it will be ready to lend it will also exercise discretion in whether or not to provide assistance. The central bank will assess whether what the bank faces is a situation of illiquidity or insolvency and will also consider whether the failure of the institution involved is likely to trigger

---

discounting any such note, draft, or bill of exchange for an individual, partnership, or corporation the Federal reserve bank shall obtain evidence that such individual, partnership, or corporation is unable to secure adequate credit accommodations from other banking institutions. All such discounts for individuals, partnerships, or corporations shall be subject to such limitations, restrictions, and regulations as the Board of Governors of the Federal Reserve System may prescribe". Christian Johnson has conducted an analysis of the extensive use of this provision during the crisis, in a paper entitled "Exigent and Unusual Circumstances" presented at the Hart Conference in London (2009), submitted to *European Business Organization Law Review*. 26. See <[http://www.newyorkfed.org/markets/Forms\\_of\\_Fed\\_Lending.pdf](http://www.newyorkfed.org/markets/Forms_of_Fed_Lending.pdf)>. 27. Bank of England News Release 21/4/08, available at <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2008/029.htm>>. Though in this paper I do not deal with the quantitative easing (non-conventional monetary policy) adopted by the Bank of England, it is important to understand that the liquidity support policies did not come in isolation, but rather as a package of central bank, regulatory and government policy responses to the crisis. In October 2008 the Government announced the credit guarantee scheme. See <[http://www.dmo.gov.uk/index.aspx?page=CGS/CGS\\_about](http://www.dmo.gov.uk/index.aspx?page=CGS/CGS_about)>. 28. For an analysis of Northern Rock and the banking legislative reform in the UK see Lastra, "Northern Rock, UK Bank Insolvency and Cross-Border Insolvency", *Journal of Banking Regulation*, Vol. 9, No. 3, May 2008, pp. 165-186. See also *Contributions to Parliamentary Brief* (available at [www.parliamentarybrief.com](http://www.parliamentarybrief.com)) of July 2008 ("Banking Reform in the UK"), October 2008 ("With the Horses Back in the Stable, Lock the Door"), December 2008 ("Take Great Care not to Stifle the Markets"), December 2009 ("For this Bill [Financial Services Bill 2009] to Succeed, it Needs to Think Global"). 29. [http://www.hm-treasury.gov.uk/press\\_05\\_09.htm](http://www.hm-treasury.gov.uk/press_05_09.htm).



contagion within the marketplace bringing with it the danger of the failure of other institutions.

The discretionary aspect is intended to assist in preventing the increase in moral hazard which would exist should the central bank be obliged to lend in all cases. The risk to contagion posed by a refusal to assist an insolvent bank must be weighed against the effect on moral hazard that a bailout would create. The central bank, before exercising its discretion to act or not to act as LOLR, should conduct a cost-benefit analysis of the results of its intervention (this is, of course, a difficult exercise, since it is done under pressure and with the need to reach a decision as promptly as possible). The costs are typically the risk of loss to the central bank and the creation of moral hazard incentives. The benefits accrue from the speed, flexibility and decisiveness with which the central bank can cope with an emergency crisis. In this cost-benefit analysis due consideration should be given to the interests of depositors, other creditors, shareholders and taxpayers.

A generalized banking crisis is different from an individual banking crisis in a healthy economy, an important element that the central bank will also consider, which brings back the distinction between ordinary times and extraordinary times. In any case, the central bank should be held accountable for the use of its discretionary LOLR powers.

Lending to insolvent institutions is a departure from the classical LOLR principles. The risk of loss to the central bank is ultimately a risk of loss to the public (taxpayers). However, in practice, and this is particularly acute in times of crises, it is often hard to distinguish between illiquidity and insolvency. A situation of bank illiquidity (i.e., lack of liquid funds) can be an indication of technical insolvency (i.e., value of liabilities exceeds market value of assets) or can quickly turn into insolvency if assets are sold at a loss value or “fire-sale” price. And an insolvent institution, if allowed to continue operations, will almost certainly run into liquidity problems. The immediacy of the need for assistance often makes it difficult to assess at the moment whether the institution is illiquid or insolvent. If central banks provide inadequately collateralised support to insolvent rather than illiquid institutions, the traditional short-term nature of the LOLR assistance is likely to be insufficient to solve the troubles of such institutions. Therefore, in practice, the LOLR will be the first step in a chain or process that could culminate in a bank insolvency proceeding.

Another spin-off regarding the differentiation between illiquidity and insolvency refers to the multiple problems and difficulties experienced in the valuation of various assets (a feature of the financial crisis 2007-2009), which presented a very serious information problem. Concerns about liquidity can be uncertainty about insolvency. Lending over an extended period of time (which is often an indication that the problems are not of mere illiquidity) increases the risk of loss to the central bank, risk of loss to the public. Any extended lending – committing taxpayers’ money – should ideally be done by the fiscal authority.

To minimise the risk of moral hazard, it is important to demarcate clearly what the central bank can do and what the central bank cannot do – or should not do – through its LOLR. The central bank can provide emergency liquidity – quick cash upfront – over a short period of time, when no other sources of funding are readily available. What the central bank should not do is to lend over an extended period of time, committing taxpayers’ money, without the explicit approval of the fiscal authority.<sup>30</sup> The central bank can provide liquidity not capital. Any ex-

---

30. In the EU the prohibition of monetization of government debt, also known as “monetary financing” in accordance with the provisions of Article 123 TFEU (formerly Article 101 EC Treaty) applies.

tended lending becomes the responsibility of the fiscal authority. Neither should the central bank use its LOLR to bail out bank owners; the LOLR's ultimate responsibility remains to the market, to the entire financial sector and not to any particular institution, as Bagehot and Thornton contended.

A punitive rate or a high rate of interest has often been considered a tenet of classic LOLR operations. However, several authors have suggested a rate lower than the market rate.<sup>31</sup> Goodhart argues that the cost of the initial [borrowing] tranche should be kept very low to avoid the stigma problem associated with borrowing from the central bank.<sup>32</sup> The expansion of central bank liquidity operations have turned what ought to be extraordinary into "ordinary", ordinary in the sense that with the crisis the central bank often became the lender of primary or only resort. The central bank's commitment to fight the crisis has signified a departure from this otherwise typically applied principle. Rather than discourage its use, the central bank has been keen to encourage various types of lending operations, whatever qualification one wishes to attribute to them: ordinary or extraordinary. The fourth pillar of traditional lender of last resort practice, that the institution receiving assistance should provide "good" collateral, has been the subject of much debate and criticism during the crisis due to the widening range of acceptable collateral.

I have referred in this section to the lender of last resort role of the Bank of England and to the Federal Reserve System. What about the European Central Bank? The response to this question is that the ECB is *sui generis* because of the "fiscal constraint" and the EU Treaty provisions. While the Bank of England is ultimately backed by the fiscal resources of the UK Treasury (though it must comply with the EU rules on state aid and the prohibition of monetary financing) and the Federal Reserve System is ultimately backed by the fiscal resources of the US Treasury, the ECB does not have a European fiscal counterpart. Though the M (the monetary pillar) of EMU is strong, the E (the economic pillar) of EMU is weak.<sup>33</sup> The ECB has competence to provide market liquidity according to Article 18 of the ESCB Statute and Article 105.2 EC Treaty, which has become 127 (2) in the Treaty for the Functioning of the European Union, TFEU. The ECB did indeed provide hugely expanded liquidity operations during the crisis<sup>34</sup> and made ample use of the considerable set of operational tools at its disposal to handle a liquidity crisis.<sup>35</sup> What constitutes "ordinary" liquidity assistance as opposed to "emergency"/LOLR liquidity assistance becomes blurred during a crisis, since the drying of the inter-bank market gives the central bank a primary role in the provision of liquidity. Though the ECB is competent to provide liquidity assistance to "financially sound" banks,<sup>36</sup> the classic LOLR assistance (collateralized loans to troubled illiquid but solvent banks) re-

---

31. See C. Goodhart, *The Regulatory response to the financial crisis*, Edward Elgar, Cheltenham UK, 2009, p. 71; J. C. Rochet, *Why there are so many banking crises?*, Princeton University Press, Princeton, 2008, p. 89; R. Repullo, "Who Should act as a Lender of Last Resort? An Incomplete. Contract model", *Journal of Money, Credit and Banking* (2000) Vol. 32, Issue 3, August 2000, pp. 580-605 and <ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/repullo/Liquidity%202005.pdf>. Under EU rules, financing with a rate lower than the market rate is considered "state aid" and, thus, needs to be authorised by the Commission. I thank Antonio Sainz de Vicuña for observations on this point. 32. Goodhart, *ibid.* 33. Alexandre Lamfalussy remarked in an interview with *The Guardian* on 16 August 2003: "The great weakness of EMU is the E. The M part is institutionally well organized. We have a solid framework. We don't have that for economic policy". I further elaborate on these issues in a book chapter with Jean-Victor Louis, entitled "European Monetary Union" forthcoming in a EU commentary to be edited by Takis Tridimas (to be published by Oxford University Press in 2011). 34. For a summary of the very significant liquidity provision measures adopted during the crisis, see <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090220.en.html>. 35. ECB open market operations are described in chapter 3 of "The Implementation of Monetary Policy in the Euro-area", European Central Bank, November 2008, available at <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc2008en.pdf>. During the crisis, the ECB adopted "enhanced credit support" instead of "quantitative easing". J. C. Trichet in a keynote address at the University of Munich on 13 July 2009 defined this policy as follows: "Enhanced credit support constitutes the special and primarily bank-based measures that are being taken to enhance the flow of credit above and beyond what could be achieved through policy interest rate reductions alone". See <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html>. 36. See ECB, 2008, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc2008en.pdf>, p. 11.



mains a national competence (unless the problems originate in the payment system<sup>37</sup>). The ESCB adopted in 1998 a restrictive reading of the ECB competences, concluding that the provision of lender of last resort assistance to specific illiquid individual institutions was a national task of the National Central Banks (NCBs) in line with Article 14.4 of the ESCB Statute (a provision which allows NCBs to perform non-ESCB tasks on their own responsibility and liability).<sup>38</sup>

It is easy to criticise central banks and their actions as lender of last resort ex post, but in the midst of the crisis, and given the unpredictability of events, the inability of legislators (e.g., in the USA) to approve emergency legislation in a timely fashion, and the lack of accurate information about valuations and the soundness of financial institutions, central banks acted with the flexibility that was required to stop the fire from spreading. They were no ordinary times. Under huge pressure, central banks attempted through their liquidity policies to re-establish confidence when market conditions were extremely fragile; the criticism in this regard of whether the Fed was independent or not in the pursuit of financial stability during the crisis somewhat misses the point. The priority then was to stop the fire. Legislators should now re-write the fire regulations.

Before concluding this section it is important to remember the two features that make central bank emergency liquidity assistance such a valuable tool in the prevention and containment of banking and financial crises. The first is the immediacy of the availability of central bank assistance (the central bank being the ultimate supplier of high-powered money). This “immediacy” contrasts with the “time framework” of other crisis management instruments. Neither deposit insurance nor bank insolvency proceedings can achieve this. By their very nature they are lengthy and complicated processes which take into account the interests of many stakeholders and are subject to greater legal constraints. The second important feature is the unlimited capacity of the central bank to provide liquidity, either to the market in general or to individual banks as needed.

## 9 Concluding Observations

The financial crisis 2007-2009 will be remembered as a seismic event in the history of financial markets. Previous assumptions, economic theories and models have been tested and the consensus that surrounded the way financial markets operate has been shaken. Central bank responses to the crisis, whether via monetary policy (quantitative easing), liquidity assistance or, in some cases, bank support operations, have been extraordinary and unprecedented. This paper has presented a revisionist account of the status and functions of central banks in the light of the renewed emphasis on financial stability and the concept of accountable independence.

---

37. According to Article 105.2 EC, now Article 127.2 TFEU. 38. Article 14.4 reads as follows: “National central banks may perform functions other than those specified in this Statute unless the Governing Council finds, by a majority of two thirds of the votes cast, that these interfere with the objectives and tasks of the ESCB. Such functions shall be performed on the responsibility and liability of national central banks and shall not be regarded as being part of the functions of the ESCB”. The ECB can assess whether a given LOLR operation by a National Central Bank (NCB) interferes with monetary policy and, if so, either prohibit it or subject it to conditions. To this effect, the ECB has some internal rules (MoU) requiring ex ante notification to the Governing Council of such LOLR operation (Article 14.4). I thank Antonio Sainz de Viquiña for observations on this point. The following is an excerpt from the ECB Annual Report 1999 (p. 98): “The institutional framework for financial stability in the EU and in the euro area is based on national competence and international cooperation... Co-ordination mechanisms are primarily called for within the Eurosystem. This is the case for emergency liquidity assistance (ELA), which embraces the support given by central banks in exceptional circumstances and on a case-by-case basis to temporarily illiquid institutions and markets... If and when appropriate, the necessary mechanisms to tackle a financial crisis are in place. The main guiding principle is that the competent NCB takes the decision concerning the provision of ELA to an institution operating in its jurisdiction. This would take place under the responsibility and at the cost of the NCB in question. [...] The agreement on ELA is internal to the Eurosystem and does not affect the existing arrangements between central banks and supervisors at the national level or bilateral or multilateral co-operation among supervisors and between the latter and the Eurosystem”.

Financial stability is a goal that transcends institutional mandates and geographic boundaries. The relative simplicity of one goal (price stability) – one instrument (monetary policy) that characterizes the monetary responsibilities of central banks contrasts with the multiplicity of instruments (supervision, regulation, crisis management, lender of last resort and others) that characterizes the pursuit of financial stability. Since supervision and regulation are also aimed at other goals (e.g., consumer protection), the design of central bank independence in the pursuit of financial stability is more complex than the design of monetary independence.

Central bank independence is never absolute, it is relative. It is independence within government, and it is accountable independence. And if public funds are at stake, it is limited by the government's necessary involvement in the destiny of the financial institutions that have received government assistance. The evolving role of central banks is a key element to understand the notion of central bank independence.

The crisis has also signified a more profound change of attitude towards the functioning of the market, and the boundaries between the market and the state, which have been redrawn again. The lack of confidence in several financial institutions contrasted with the confidence in the government's ability to save them. (Though in some countries, such as in Iceland the crisis of confidence also extended to the government's ability to rescue the banking system). This confidence though may ebb in future.

A page of history is indeed worth a volume of logic.

LAS NUEVAS PROPUESTAS DE BASILEA EN MATERIA DE RIESGO DE LIQUIDEZ:  
DE UN ENFOQUE CUALITATIVO A UN ENFOQUE CUANTITATIVO

Beatriz M.<sup>a</sup> Domingo Ortuño (\*)

(\*) Beatriz M.<sup>a</sup> Domingo Ortuño es inspectora de entidades de crédito del Banco de España.  
Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.



## Las nuevas propuestas de Basilea en materia de riesgo de liquidez: de un enfoque cualitativo a un enfoque cuantitativo

Si bien antes de que surgiera la crisis ya se estaba trabajando en los foros internacionales sobre el tratamiento del riesgo de liquidez, el interés suscitado por los trabajos aumentó considerablemente tras los primeros problemas. En vistas de lo aprendido durante la crisis, y como respuesta a la misma, se ha modificado el enfoque inicial de los trabajos, y se ha pasado a una perspectiva cuantitativa de su tratamiento. El resultado más tangible es la publicación de la nueva propuesta de Basilea, donde se definen dos estándares regulatorios: uno a corto plazo y otro a largo plazo. Aún en fase de análisis, se puede ofrecer, sin embargo, una primera visión de lo que son y lo que pueden implicar. Este artículo trata de mostrar una visión global de la evolución de los trabajos desarrollados desde antes de la crisis hasta ahora, explicar las propuestas y ofrecer un primer análisis crítico de las mismas. No obstante, su diseño no es todavía definitivo, y quedan todavía bastantes análisis por realizar.

### 1 Antecedentes

Una de las funciones principales de los bancos es la de servir de puente entre unidades supervisorías y unidades deficitarias de fondos. Por ello, una de las actividades de la banca es la de captar fondos, que luego devuelven a la economía real a través de la concesión de préstamos a particulares, o de inversiones con las que se persigue la obtención de un rédito.

La captación de fondos (reflejada en el pasivo de las entidades) se hace mediante depósitos —directamente de la clientela— o vía mercado. Esta última se puede realizar a través de varios «sistemas»: mediante la emisión de títulos de deuda, que se colocan en red minorista y mayorista; captando fondos de otras entidades de crédito, a través, sobre todo, del mercado; o emitiendo instrumentos de capital, dado que no solo se emiten para incrementar la solvencia de la entidad, sino también como forma de captación de recursos.

Estos fondos se emplean en el día a día de la entidad, mediante la concesión de préstamos a otras unidades del sistema, llevando a cabo inversiones en nombre propio y, por supuesto, realizando el pago de sus obligaciones en tiempo y forma. De ahí la importancia de mantener un balance adecuado a las necesidades de la entidad y que permita que ese flujo de fondos se mantenga al ritmo que el negocio de la entidad y la propia economía demandan.

Ahora bien, toda esta operativa conlleva riesgos para la entidad, derivados de la confianza que depositan, por una parte, en la capacidad de las contrapartes para que cumplan con sus compromisos y, por otra, en su propia capacidad para cumplir con sus obligaciones. Es en este segundo aspecto donde se va a centrar este artículo: en el riesgo que asumen las entidades de crédito en lo que se podría denominar «el conjunto de su operativa normal». Las entidades deben tener en cuenta no solo la situación actual, sino los futuros vencimientos de obligaciones, la base de fuentes de fondos con la que cuentan, y la posibilidad de que alguna de esas fuentes no pueda proporcionarles la liquidez necesaria en el momento esperado o al coste previsto. Es decir, que se va a analizar el riesgo de liquidez que asumen las entidades y la respuesta que se le ha dado desde los diferentes foros de supervisores internacionales, tanto en su aspecto cualitativo (cómo gestionarlo) como cuantitativo (cuánta liquidez mantener).

### 2 ¿Qué es el riesgo de liquidez y por qué es importante?

Podríamos definir *riesgo de liquidez* como la probabilidad de que una entidad incurriera en pérdidas por no poder obtener fondos con los que hacer frente a sus obligaciones en el momento en que se deben cumplir y a un coste razonable. Esta es la definición con que se está trabajando en los diferentes foros de trabajo internacionales que están estudiando este tema,

y que se considera que refleja adecuadamente de qué se está hablando. Ahora bien, dado que la idea que subyace es la necesidad de contar con elementos que permitan a la entidad «pagar sus deudas», se pueden considerar dos puntos de vista a la hora de analizar este riesgo: el del mantenimiento de una base de activos líquidos con los que hacer frente a las obligaciones, y el derivado de su materialización en los mercados. Por ello, se distinguen dos vertientes a la hora de estudiar el riesgo de liquidez a que están sometidas las entidades:

- El denominado «riesgo de liquidez de fondos» (*funding liquidity risk*), que sería el riesgo de que la entidad no contara o no pudiera contar de forma inmediata en su negocio diario habitual con los fondos suficientes para hacer frente a sus compromisos esperados e inesperados.
- El «riesgo de liquidez de mercado» (*market liquidity risk*), que se define como el riesgo de que una entidad no pueda deshacer posiciones sin afectar a los precios de mercado debido a la escasa profundidad del mercado.

Ambos conceptos, si bien son independientes, no cabe duda de que guardan una estrecha relación. Para obtener fondos con los que hacer frente a las obligaciones, las entidades acuden a los mercados (tanto al interbancario como a los diferentes mercados de activos), y, a su vez, el precio de los activos en el mercado va a afectar al coste de la financiación. Y no hay que olvidar que la obtención de fondos se hace en gran medida a través de los mercados de activos.

La liquidez es una piedra angular para la actividad continuada y correcta de las entidades, así como para su viabilidad. Una liquidez escasa:

- limita la capacidad de acción de las entidades y sus posibilidades de llevar a cabo nuevas operaciones, o de introducirse en nuevos mercados;
- dificulta sus posibilidades de hacer frente, sobre todo, a obligaciones no previstas (retiradas de depósito imprevistas, vencimientos anticipados...);
- en casos extremos, un problema de liquidez puede llegar a convertirse en un problema de solvencia. Esto ocurriría si, por ejemplo, se prolongan los problemas de liquidez.

Teniendo en cuenta esto, parece bastante obvio que el cumplimiento de las obligaciones en el momento en que vencen resulta fundamental tanto para la buena marcha de las entidades como para que los mercados lo perciban<sup>1</sup>. Y esta percepción de la situación de la entidad es muy importante. Si el grado de confianza en su funcionamiento —continuidad y capacidad de respuesta— es el adecuado y lo mismo ocurre con la buena marcha del negocio y su capacidad para mantener el negocio del día a día, la entidad podrá obtener los fondos que requiere en cada momento. Por tanto, una buena gestión de la liquidez es importante no solo desde el punto de vista de una correcta dirección de la entidad, sino por sus repercusiones en cuanto a la percepción que tiene el mercado de ella, fundamentalmente a la hora de obtener fondos.

Desde la óptica supervisora, la adecuada gestión del riesgo es importante, además de por el hecho de que una entidad debe poder cumplir sus compromisos en todo momento, por las

---

1. Mercados en sentido amplio, por lo que se incluyen los clientes minoristas.

implicaciones sistémicas que puede tener el que una entidad no pueda hacer frente a sus obligaciones (tanto por efecto directo sobre otras entidades, que no van a recibir unos fondos que esperaban, como por un «efecto dominó», que haga que disminuya la confianza en el comportamiento de otras entidades que, por asimilación, pueden ser percibidas como problemáticas).

Ahora bien, hay que reconocer que en ocasiones es difícil que se detecten los problemas de liquidez:

- Es cierto que una entidad con problemas de liquidez puntuales es detectada enseguida por los demás agentes, debido al incumplimiento de sus obligaciones, mientras que un problema puntual de solvencia puede no ser captado por el resto de agentes, dado que no tiene por qué tener un efecto exterior a corto plazo.
- Además, un problema de solvencia se identifica y se aísla, sin que surja confusión con otro riesgo y sin que conlleve un problema de liquidez, mientras que un problema de liquidez:
  - a) puede conllevar un problema de solvencia si perdura en el tiempo, y
  - b) a veces es identificado directamente por los mercados como un problema de solvencia (y no de liquidez), aunque no lo sea.

### **3 Un poco de historia: de una situación cómoda...**

Tradicionalmente se ha considerado el riesgo de liquidez como un riesgo de carácter «secundario», que en sí mismo no tenía importancia y que surgía como consecuencia de la aparición de tensiones en algún área de actividad. Sin embargo, si algo se ha puesto de manifiesto desde que surgieron los problemas en el verano de 2007 es que la liquidez en sí misma conlleva riesgos, y que esos riesgos pueden tener un efecto devastador sobre la actividad de las entidades.

Hasta ese momento, los mercados vivieron una época de superávit de liquidez, donde la obtención de fondos casi parecía no tener costes, favorecida tanto por una política monetaria que se puede definir como suave, como por un creciente proceso de innovación financiera. Es reseñable que durante los años previos a la crisis surgieron un gran número de productos financieros, muchos de ellos ligados al denominado modelo *originate-to-distribute*, que favorecieron la profundidad de los mercados y ayudaron a que los bancos incrementaran su actividad de manera considerable, con lo que se favoreció paralelamente el desarrollo de la economía real.

El problema posiblemente radique en que durante esa época se asumió que «la liquidez del mercado era ilimitada» y que cualquier producto que se lanzara iba a tener buena acogida. Al mismo tiempo, no se fomentaron unas políticas de gestión de riesgo de liquidez adecuadas, ni se desarrollaron sistemas avanzados de seguimiento y control, a diferencia de lo que sucedió con el riesgo de crédito. En realidad, se consideraba que era tan poco probable que cambiara la situación que lo que se esperaba era que los problemas llegaran por el lado de otros riesgos, y que los problemas de liquidez no fueran sino una consecuencia.

#### 3.1 ... A UNA SITUACIÓN DE TENSIÓN

En el verano de 2007 surgieron las primeras dificultades. Si bien el inicio se sitúa en Estados Unidos, con la crisis de las hipotecas *subprime*, su extensión al resto de los mercados financieros fue muy rápida, gracias tanto al nivel de interconexión de los mercados y de globalización de las economías, como a la generalización de un elevado grado de apalancamiento fi-

nanciero, a una alta exposición a productos estructurados complejos de difícil valoración. Junto a estas circunstancias (y en gran medida debido a esta situación) se produjo un corte brusco en el flujo de fondos en los mercados interbancarios, una valoración a la baja de una importante parte de la cartera de las entidades (motivada en gran medida por la falta de precio en los mercados) y la imposibilidad de poder estimar las posiciones mantenidas tanto por cuenta propia como por cuenta de clientes.

Ahora bien, ¿se puede considerar que los bancos han sido unos simples afectados pasivos por la crisis?, ¿o su comportamiento tiene que ver también con la actual situación? Si bien no puede generalizarse, lo que está claro es que el comportamiento de la banca ha tenido bastante relación con lo que ha ocurrido. Se han podido detectar fallos de gestión, que han favorecido la toma de riesgos excesiva (por ejemplo, fallos en la agregación de riesgos o no inclusión de riesgos de fuera de balance), así como el desconocimiento de los riesgos reales que se asumían con las emisiones y adquisiciones de productos estructurados complejos. Se ha observado cómo las valoraciones que se hacían de ciertos activos no respondían a los riesgos reales que se asumían.

Por otra parte, también se han detectado fallos en los mercados y en los comportamientos de sus participantes. Al existir una excesiva confianza en el buen funcionamiento de los mismos, se había prestado más bien escasa atención al proceso de innovación financiera desarrollado en los años anteriores (un modelo que tenía fallos, que ya habían sido señalados por algunos expertos), y, desde luego, se había prestado muy poca atención a la calidad real de las contrapartes finales (por recibirse informaciones asimétricas o por existir interacciones entre diferentes actores que al final impiden saber con quién se está manteniendo el riesgo realmente).

Por último, no puede dejar de señalarse que también los supervisores y los reguladores han fallado en esta crisis. Los supervisores, por una falta de profundización en las revisiones, por falta de comunicación con otros supervisores (elemento que es fundamental en el caso de entidades con presencia internacional) y, aunque sea parcialmente, por permitir que existieran lagunas importantes en la implantación de las reglas ya definidas. Los reguladores, por tener una excesiva confianza en la capacidad de gestión de las entidades y cierta falta de visión prudencial de la regulación, dando lugar a actuaciones que han hecho vulnerable el sistema (productos complejos y poco claros, valoraciones poco adecuadas, elevado apalancamiento de las entidades, asunción de riesgos no adecuadamente ponderados...).

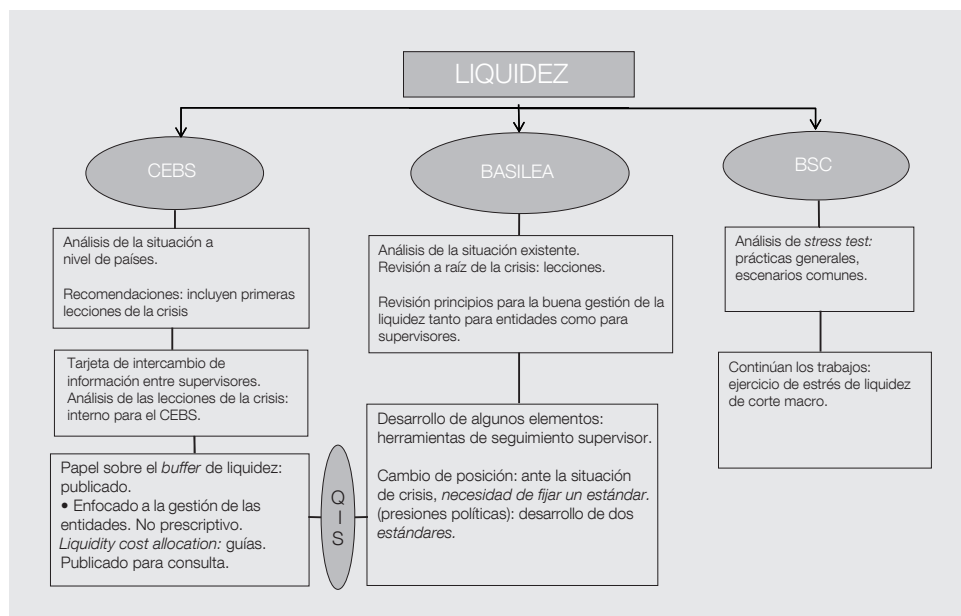
#### **4 Desarrollo de la problemática en los foros internacionales**

##### 4.1 PARTIENDO DE UN ENFOQUE CUALITATIVO: PRINCIPIOS PARA UNA BUENA GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ

Pese a lo señalado anteriormente, respecto a la escasa atención que en muchas ocasiones se había prestado al riesgo de liquidez antes del estallido de la crisis, lo cierto es que en los foros internacionales se habían abierto ya grupos de trabajo centrados en el análisis y el tratamiento que se daba a este riesgo, tanto por parte de las entidades como por parte de los supervisores. De hecho, en el año 2000 el Comité de Supervisores de Basilea publicó una serie de «Buenas Prácticas» sobre la gestión y el control del riesgo de liquidez. Se trataba de unas recomendaciones dirigidas a las entidades en las que se señalaba la importancia de llevar a cabo una gestión y un seguimiento de este riesgo.

Estas recomendaciones fueron recogidas por la industria, que también dedicó ciertos esfuerzos al análisis de este punto. Así, la IIF elaboró unos principios para la gestión del riesgo de liquidez que publicó en marzo de 2007 (unos meses antes de que arrancara la crisis y cuando se comenzaron los trabajos en los foros internacionales). Unos principios que, analizados de forma general, no difieren demasiado de lo que proponía Basilea: gestión cuida-





dosa, fijación de políticas y estrategias que impliquen a la alta dirección, importancia del ejercicio de estrés, de los planes de contingencia y de mantener una reserva de activos con los que poder hacer frente a una situación de emergencia... Luego, si tanto los supervisores como las propias entidades de crédito coincidían en los elementos claves de una adecuada gestión de este riesgo, ¿qué es lo que falló? A simple vista, parece que lo que no se hizo de manera adecuada fue implementar estos principios. Hubo fallos, retrasos y elementos que no se pusieron en marcha. Y lo que se ha observado es que aquellas entidades que habían hecho suyos estos principios en mayor grado, han aguantado la crisis mejor.

Todo esto impulsó de forma considerable los trabajos internacionales; algunos de ellos se han revisado con el estallido de la crisis, tratando de analizar los porqués de la situación y cómo se podría dar, al menos, una primera respuesta.

En Europa, el CEBS (Comité de Supervisores Bancarios Europeos) estaba trabajando en dos documentos independientes (uno que analizaba aspectos relacionados con la gestión y supervisión del riesgo de liquidez, y otro que incluía algunos principios de corte bastante general), pero a raíz de las turbulencias se consolidaron ambos documentos y se profundizó considerablemente en el aspecto «regulador», de forma que el informe final [véase Comité de Supervisores Bancarios Europeos (2008)] recogió una lista de recomendaciones (30 en total), encaminadas a reforzar tanto la gestión como la supervisión del riesgo de liquidez. Por su parte, el Comité de Basilea también trabajaba en este ámbito, pero, a diferencia del CEBS, se centró en la revisión de los principios ya elaborados en el año 2000, analizando su validez o no y reforzando aquellos que mejor podían responder a la situación que se estaba viviendo [véase Banco Internacional de Pagos (2008)]. Los trabajos, por tanto, mantenían un claro paralelismo, tanto en contenido como en plazos (circunstancia que se ha mantenido hasta la última etapa de los mismos).

Las conclusiones a las que se llega son similares, si bien hay alguna diferencia de enfoque. Mientras que el papel del CEBS tiene un alto componente descriptivo, y la inclusión de recomendaciones no estaba inicialmente planteada, el documento de Basilea estaba enfocado

únicamente a la elaboración de principios y guías de buenas prácticas<sup>2</sup>. A grandes rasgos, los principios y recomendaciones señalan lo siguiente:

- La importancia de que se lleven a cabo ejercicios de estrés y se configuren planes de contingencia: ambos elementos son fundamentales para una buena gestión del riesgo de liquidez. En este punto, el documento de Basilea es mucho más explícito a la hora de fijar qué se entiende por buenas prácticas.
- La obligación de constituir un colchón de liquidez mínimo que permita hacer frente a situaciones de estrés. Esta reserva responde a la premisa de que el capital no es suficiente para cubrir el riesgo de liquidez y, por tanto, se considera necesario que las entidades cuenten con un mínimo de activos altamente líquidos y libres que les permita hacer frente a una situación problemática. Este elemento es quizás el que más se ha destacado desde un punto de vista prudencial, pudiendo incluso considerarse como el origen de los estándares cuantitativos que se han fijado en Basilea, como luego se verá.
- La necesidad de llevar a cabo una adecuada gestión y supervisión de la liquidez y el riesgo de liquidez, para estar preparados en las situaciones de crisis. En este punto cabe destacar que quizás por la situación de tensión que se estaba viviendo en los mercados de fondos cuando se publicaron estos principios se pierde un poco la perspectiva de la gestión en tiempos normales. Pero la mayoría de los elementos que se ponen de relieve son válidos en cualquier situación.
- Se hace hincapié en la importancia de la gestión de la liquidez intradía (elemento que prácticamente no se había mencionado en anteriores documentos). Ahora bien, mientras que en Basilea se pone mucho énfasis en cómo gestionar este riesgo, en el CEBS no se entra tan al detalle.
- En cuanto a la gestión de la liquidez por un grupo, se destaca la importancia de tener una visión global de la misma, con independencia del modelo de gestión que se elija (centralizado —la liquidez del grupo es gestionada por una unidad— o descentralizado —la liquidez es gestionada por diferentes unidades en función de criterios que la organización decide; por ejemplo, a nivel de entidad o a nivel de área geográfica—). Lo importante es que se tenga un conocimiento claro de la estrategia, las políticas y los riesgos que se están asumiendo en el conjunto del grupo. Cabe destacar en este punto que durante la crisis parece observarse una tendencia hacia la centralización de políticas y estrategias, mientras que en la gestión del riesgo se ha ido hacia una mayor descentralización (sin que en ningún caso se pueda generalizar).
- Por último, se analizan los modelos y metodologías empleados por las entidades en la gestión de la liquidez. Aunque en ambos documentos se destaca la importancia que deben tener los resultados obtenidos usando modelos internos, en el emitido por el CEBS se va un paso más lejos que en el de Basilea, al proponer que, en el caso de entidades sofisticadas, los resultados obtenidos mediante la aplica-

---

2. En principio, fue el CEBS el que planteó la elaboración de principios generales, pero como un documento independiente del de la Comisión; sin embargo, como consecuencia de la situación de crisis, se consideró necesario ampliar el contenido del informe para la Comisión.

ción de modelos internos podrían sustituir a los que se calcularían aplicando los estándares fijados por los supervisores (algo similar a lo que ocurre con el cálculo de capital, donde se pueden calcular los requisitos aplicando un modelo interno siempre que se considere válido); en sentido contrario, en el documento de Basilea se considera que deben complementarse.

#### 4.2 ORIENTACIÓN HACIA UN ENFOQUE CUANTITATIVO: LA PROPUESTA DE BASILEA

La agudización de la crisis en 2008 con la caída de algunas grandes instituciones (Lehman Brothers en Estados Unidos, Fortis en Europa), los crecientes apoyos públicos al sector financiero y el reflejo cada vez más claro en la economía real (donde quizás el primer ejemplo sea la quiebra del sistema financiero islandés y, como consecuencia de ello, del Estado en su conjunto) hicieron que los Gobiernos del G 20 se reunieran y analizaran la situación de forma conjunta. El objetivo era claro: buscar medidas que ayudaran a salir de la crisis. Y, entre ellas, se señaló la importancia de reforzar una regulación prudencial que se había mostrado insuficiente. La presión política para endurecer el tratamiento del riesgo de liquidez aumentó considerablemente. Por eso, el enfoque cualitativo que había imperado hasta ese momento en liquidez viró prácticamente 360°, señalándose que la revisión regulatoria no debía quedar solo en principios o recomendaciones, sino que debía avanzar hacia la exigencia de estándares cuantitativos.

Es en este punto donde el enfoque del CEBS y el de Basilea se separan. En el CEBS se va a mantener un enfoque no prescriptivo, desarrollándose algunas de las recomendaciones emitidas, a modo de guías. Destacan las guías para la constitución de un colchón de liquidez, donde se marcan las pautas a seguir para mantener una reserva de emergencia de activos líquidos, tal y como se exigía en las recomendaciones y principios. En Basilea, sin embargo, el trabajo se va a centrar en el diseño de algún estándar regulatorio que exija a las entidades mantener un nivel mínimo de liquidez en sus balances. Es decir, se va a seguir un enfoque similar al de solvencia, si bien teniendo en cuenta la premisa de que «el capital es importante, pero no es suficiente» cuando se trata de cubrir el riesgo de liquidez.

El resultado de los trabajos ha quedado reflejado en Banco Internacional de Pagos (2009) y enmarcado dentro del conjunto de medidas diseñadas para reforzar al sector bancario. En él se pueden distinguir claramente dos partes: una primera, dedicada a la definición de medidas concretas a aplicar por las entidades, y una segunda, que define una serie de herramientas a utilizar por los supervisores en su medición del riesgo de liquidez asumido por las entidades.

Centrándonos en la primera parte, es decir, en el bloque dirigido a las entidades, la propuesta define dos estándares regulatorios: uno con el objetivo de cubrir una situación de estrés a corto plazo, y otro que lo complementa y que cubre el largo plazo. En este punto, hay que subrayar que, al hablar de estándares, cambia el concepto inicial de colchón o «*buffer* de liquidez» recogido en el documento de principios (una reserva de liquidez que se constituye en los momentos buenos del ciclo y se mantiene con el fin de poder ser utilizada cuando se entra en una situación de «emergencia») y se pasa al concepto de «requerimiento regulatorio», donde la reserva debe constituirse y mantenerse en todo momento. La diferencia conceptual es más que sustancial, y ha suscitado intensos debates en los grupos de trabajo.

##### a. La ratio a corto plazo o *Liquidity Coverage Ratio* (LCR)

Es una media definida para un horizonte temporal de 30 días, donde se exige mantener una base de activos muy líquidos, que cubra el 100% del flujo de fondos neto estresado calculado para dicho período de tiempo. Atendiendo a los principios publicados en el año 2008, se

observa que esta ratio no es sino la «definición matemática» del principio 12<sup>3</sup>, que era el que fijaba la necesidad de constituir una reserva de activos con el fin de estar cubierto en caso de estrés. ¿Cuál es la diferencia? Que en el documento de Principios no se definía expresamente ninguna de las variables, y simplemente se daban indicaciones sobre qué elementos debían tenerse en cuenta, mientras que ahora se fijan todos los elementos de la ratio.

Por tanto, el objetivo es que las entidades cuenten con un *stock* de los activos más líquidos del mercado, que se mantenga como nivel mínimo de liquidez (sería el numerador de la ratio) y cuyo montante fuera fijado en función del flujo de fondos neto del período, calculado aplicando unos parámetros de estrés predefinidos —un escenario— sobre los flujos contractuales (el denominador de la ratio). Este importe debe ser igual o superior a 1 (o, lo que es lo mismo, el valor de la ratio es al menos del 100%), y debe mantenerse durante todo el período.

¿Qué se ha definido como «activos altamente líquidos» y, por tanto, base de la propuesta? En general, se considera que un activo es líquido cuando puede venderse en el mercado a un precio razonable y sin que el vendedor soporte costes extraordinarios. Una vez definido esto, se ha tratado de delimitar qué activos cumplían las condiciones de ser «altamente líquidos» en función de unas características donde:

- se pondera sobre todo que se trate de activos que cuenten con un mercado activo y líquido aun en tiempos de crisis (por lo que se ha centrado mucho el análisis en los mercados que durante esta crisis han seguido funcionando sin excesivos problemas),
- y se fija como premisa que no se puede depender de la acción de los bancos centrales a la hora de obtener liquidez. En gran medida, por no haber homogeneidad ni en la definición de activos admitidos como colateral ni en la forma de actuar de los bancos centrales, y por no existir la certeza de que se vayan a materializar todos los activos, dado que los bancos centrales pueden tener la potestad de aceptar o no la operación. Por tanto, el hecho de que un activo se pueda descontar en un banco central no lo hace líquido, aunque, eso sí, es cierto que lo dota de cierta liquidez —es una característica deseable, pero no necesaria—.

En función de estas características, se ha tratado de dar una lista no cerrada, pero sí delimitada (que no es lo mismo), de activos aptos. Tras muchas discusiones, se decidió presentar una lista estrecha, donde solo el efectivo, los excesos de reservas mantenidos en los bancos centrales, la deuda pública y los activos emitidos por organismos internacionales o por administraciones del sector público son admitidos (y estos últimos, si tienen una ponderación del 0% de riesgo en solvencia). Ahora bien, dado el gran debate que ha suscitado, y sigue suscitando, este tema, se ha mantenido la versión alternativa, algo más amplia, que admitía que ciertos activos de renta fija (emisiones de empresas o *covered bonds* —nuestras cédulas hipotecarias—) podrían incluirse siempre que cumplieran unas condiciones bastante restrictivas, por no decir que muy restrictivas.

En cuanto al denominador de la ratio, se busca tensar los flujos de fondos que se esperan obtener durante el período, conforme a un escenario que recoja una situación particular, de mercado, y combinada, de estrés. Como reflejo de esto, se han definido unos porcentajes de sali-

---

3. El banco deberá mantener un colchón de activos líquidos de alta calidad y libres de cargas como seguro frente a una serie de escenarios de tensiones de liquidez, incluidos los que implican la pérdida o el deterioro de fuentes de financiación garantizada habitualmente disponibles. No deberá existir ningún obstáculo de índole jurídica, regulatoria u operativa que impida utilizar estos activos para obtener financiación.

*Activos muy líquidos aptos para formar parte del colchón de liquidez*  
*Obligaciones a cubrir bajo escenario de estrés (cash flows estresados)*

**Numerador:**

– Definición estrecha:

- Efectivo, el exceso de reservas mantenido en los bancos centrales y valores de Deuda Pública o emitidos por organismos supranacionales con ponderación a efectos de riesgo de contraparte del 0%.

– Definición amplia:

- Incluyen, además, algunos activos de renta fija emitidos por empresas no financieras y *covered bonds*, bajo ciertas condiciones muy estrictas, aplicándose un recorte del 20% (si son activos con calificación mínima AA, no han tenido un diferencial superior a 40 pb en un momento de crisis, etc.) o del 40% (calificación al menos de A-, diferencial no superior a 80 pb, etc.).

**Denominador:** Se aplican porcentajes de salida y entrada de flujos en caso de estrés:

*Entradas:*

- En general, se considera que entran todos los flujos procedentes de operaciones sobre las que no hay dudas y que vencen en el período.
- En cuanto a la financiación con colaterales, se da un tratamiento simétrico al de las salidas: si el colateral subyacente es apto para formar parte del numerador: 0%; si no lo es, 100%.

*Salidas:*

– En cuanto a la base de depósitos, se distingue entre:

- Depósitos minoristas:
  - Se supone que los más estables (aquellos totalmente cubiertos con un FGD y donde el cliente mantiene más relaciones con la entidad) tienen una salida extra del 7,5% (incluye pymes asimilables). Los menos estables, una salida mínima (a fijar por el supervisor) del 15%.
- Depósitos mayoristas:
  - Se distingue entre empresas no financieras y Administraciones Públicas donde se mantienen relaciones operacionales con la entidad, con un 25%; empresas no financieras y Administraciones Públicas en general, 75%, y empresas financieras, 100%.
- Financiación con colateral:
  - Si el colateral es activo apto para el numerador, o la operación está casada con otra: 0%; en el resto de los casos, 100%.
- Tratamiento de titulizaciones, vehículos y otros elementos: 100%.
- Riesgos contingentes: además de los vencimientos contractuales se aplica un % variable, según la contraparte, sobre el saldo restante.

da de fondos, que cada entidad tiene que aplicar sobre los flujos de fondos esperados del período. Estos parámetros se han fijado teniendo en cuenta el origen de la fuente de fondos (otra entidad financiera, una gran empresa, un particular); la estabilidad de los flujos (cuanto más estables, menor es el porcentaje), o, en su caso, el tipo de colateral. Por otra parte, se incluyen tanto los flujos originados en balance como los de fuera de balance. Y, en cuanto a las entradas, en principio se incluyen los fondos originados por los vencimientos de operaciones dentro del período, sobre los que no hay dudas en cuanto al cumplimiento. Bajo este panorama, y solo para dar una idea del grado de severidad y conservadurismo con el que se han definido los porcentajes, sobre el flujo de salida más estable (los depósitos minoristas cubiertos totalmente por un Fondo de Garantía de Depósitos, cuando el cliente mantiene otras cuentas abiertas con la entidad —esto es, cliente con hipoteca y domiciliación de nómina—), por ejemplo, se aplica un factor del 7,5%. Es decir, que en una situación de estrés se estima que un 7,5% de estos depósitos saldrán del balance de la entidad, lo que deberá estar cubierto con los activos líquidos del numerador. A partir de ahí, los números varían entre el 15% y el 100%.

b. La ratio a largo plazo o *Net Stable Funding ratio* (NSF)

Como estándar en cierto modo complementario del anterior, se ha definido una ratio a largo plazo, de corte más estructural, que persigue evitar que las entidades financien el largo plazo básicamente con fondos obtenidos en el corto plazo. Es decir, que lo que se pretende es evitar desequilibrios en los vencimientos del activo y el pasivo, para que, si se produce una situación de estrés, al juntarse en el tiempo las obligaciones a corto plazo con algunas obligaciones a largo plazo no se tensionen aún más los mercados. Este principio de gestión, que a simple vista parece bastante lógico, no lo han seguido muchas entidades, dada la actual experiencia. Por eso, se ha querido forzar a mantener ese equilibrio, incluyendo además una perspectiva muy conservadora.

La ratio relaciona necesidades de liquidez y disponibilidades de fondos, calculadas en función de un escenario de estrés, en este caso prolongado. En el numerador se incluyen las fuentes de financiación estables que la entidad mantiene en su balance (que se calculan aplicando un porcentaje de estabilidad sobre cada una de ellas). En el denominador se calcula qué parte del activo puede considerarse ilíquida en el largo plazo, así como qué parte de los vencimientos de activos a corto plazo (préstamos, básicamente) debería ser renovada dentro de lo que es la gestión continua y normal de la entidad —ya que se supone que el banco va a mantener sus actividades, y la concesión de préstamos es una de las principales—. Por tanto, lo que estima la ratio son las necesidades de fuentes estables de fondos (fuentes a largo plazo casi siempre) que permiten a una entidad, aun en situaciones de estrés, continuar con su actividad, teniendo en mente un horizonte temporal a largo plazo.

En lo que se refiere a las fuentes de financiación estables, se considera que tanto el capital, como aquellos pasivos con un vencimiento igual o superior al año, son fuentes estables, dado que tienen un período de permanencia en el balance al menos igual al período de cálculo (por tanto, se les aplica un porcentaje del 100%). Sobre los pasivos que vencen en el período, se aplican porcentajes que reflejan en qué medida se considera que esos pasivos se van a renovar. En el caso de los depósitos, se da un tratamiento alineado con el que se ha fijado en la ratio a corto plazo, ya que no parece lógico que, si en la ratio a corto plazo se considera que los depósitos (sobre todo los minoristas) son la fuente estable de liquidez, en la ratio a largo plazo estos depósitos se consideren poco estables.

En cuanto al activo, se analizan las diferentes partidas y se estima qué porción de su valor no va a poderse obtener en el mercado, bajo unas hipótesis de estrés. En este caso, se distingue entre el activo que vence en el período, al que se aplican porcentajes en función del

$$\frac{\text{Fuentes estables de fondos/Disponibilidad de fondos}}{\text{Fuentes requeridas de fondos/Necesidades de fondos}}$$

**Numerador:**

- Se considera que son fuentes estables al 100%: capital (*tier 1*), instrumentos aptos por encima del límite de *tier 2* y pasivo con vencimiento a un año o mayor a un año.
- Depósitos a la vista o con vencimiento menor a un año: estabilidad en función de características del depósito, siguiendo el esquema que se fija en la ratio a corto plazo:
  - 85% minoristas estables.
  - 70% minoristas menos estables.
  - 50% mayoristas no financieros.
- Resto del pasivo: 0%.

**Denominador:**

- Fuentes de liquidez requeridas (parte ilíquida del activo):
  - Efectivo, operaciones a corto, *repos* con vuelta asegurada, títulos que vencen en el período y préstamos no renovables con entidades financieras: 0%.
  - Deudas emitidas/garantizadas por Gobiernos, bancos centrales, instituciones supranacionales: 5%.
  - Deuda sénior emitida por empresas no financieras y *covered bonds* bajo ciertas condiciones (calificación AA mínima, elegibles para BC no emitidas por entidades financieras, no colateralizada...): 20%.
  - Acciones cotizadas; deuda sénior emitida por empresas no financieras y *covered bonds* bajo ciertas condiciones (calificación A mínima, elegibles, no emitida por entidades financieras, no colateralizada...): 50%.
  - Activos con vencimiento mayor a 1 año: 100%.
  - Resto de activos del balance: 100%.
  - Fuera de balance: 10% de los saldos no dispuestos de líneas de crédito y liquidez. Resto: discrecional supervisor.
- Renovación de préstamos: se debe considerar que, pese a estar en crisis, una entidad debe mantener su actividad; se estima que deben renovarse los préstamos que vencen en el período:
  - Con clientes minoristas, el 85%; con clientes mayoristas no financieros, el 50%.

origen, el tratamiento de la cartera de préstamos, y el activo a más de un año o el activo a largo plazo (inmovilizado). Por ejemplo, se considera que las operaciones garantizadas con activos altamente líquidos se renuevan sin problemas, por lo que no requieren estar cubiertas; pero la cartera propia que vence en el año sí tiene diferentes porcentajes, según la calidad de la contraparte... En cuanto a la cartera de préstamos, se exige que se mantenga cubierta en unos porcentajes elevados no tanto por cuestiones de liquidez de la misma, sino por enviar el mensaje de que, aun en épocas de crisis, el negocio normal de las entidades debe mantenerse.

## 5 Una visión «crítica» de la propuesta

Es evidente que el riesgo de liquidez había sido poco analizado en general, y que la cobertura del mismo no se había planteado al mismo nivel que otros riesgos. Mientras se mantenía una situación cómoda de liquidez en los mercados, se consideraba que el riesgo de liquidez casi no existía, que era una consecuencia de otros problemas y que se podían cubrir las necesidades extraordinarias que pudieran presentarse sin excesivos costes. Sin embargo, la realidad ha demostrado lo contrario. De ahí que los trabajos desarrollados en este sentido busquen reforzar una gestión que no puede ser calificada más que de deficiente.

La propuesta que está haciendo Basilea, donde por primera vez se establecen estándares cuantitativos para cubrir el riesgo de liquidez, es en gran medida la consecuencia de lo que se ha podido observar durante esta crisis. Las entidades esperaban obtener unos fondos y, cuando los mercados no los han ofrecido, se han encontrado con importantes dificultades a la hora de cumplir con sus obligaciones. De ahí la importancia de subrayar la necesidad de mantener una base de activos que puedan ser liquidados de forma inmediata y sin pérdidas. Los estándares se han diseñado para que se mantenga dicha base y, además, para que se mantenga de forma homogénea por todas las entidades. Ahora bien, justo con estos beneficios evidentes, hay algunos puntos relacionados con el diseño de la propuesta que pueden originar efectos no deseados.

La nueva propuesta de liquidez que plantea el Comité de Basilea quiere servir de cobertura en caso de crisis. Pero, al mismo tiempo, puede generar, indirectamente, una reordenación de las estrategias y estructuras de la banca. No fuerza un cambio de modelo, pero, al partir de la estructura de los balances y la operativa de la entidad, está claro que cuanto mayor sea el perfil de riesgo (cuanto menos estables sean sus fuentes de fondos), mayor bolsa de activos muy líquidos deberá mantener. Por tanto, es muy probable que se busque modificar ese perfil de riesgo para reducir la necesidad de mantener un *stock* de activos, muy líquidos y poco rentables, en balance —so pena de incumplimiento del estándar—. Este efecto no tiene por qué ser siempre algo negativo, dado que se ha podido comprobar que ciertos modelos de banca han sufrido los mayores problemas. Pero, al mismo tiempo, pueden producirse efectos no deseados o que pueden acarrear consecuencias, como, por ejemplo, «guerras de captación de depósitos», donde se ofrezcan tipos de interés elevados que luego deberán ser compensados bien mediante comisiones, bien poniendo un precio elevado a otros productos bancarios, o bien a través de inversiones con mayores rendimientos, aunque, al mismo tiempo, más arriesgadas. Esto puede hacer que, aunque se reduzca el riesgo de liquidez, se produzca un aumento de otros riesgos.

Por otra parte, y dentro de la propia definición de los estándares, uno de los elementos que más se han discutido (de hecho, la discusión está todavía abierta en cierto modo) es el de la reducida base de activos que se consideran «altamente líquidos». El haber señalado expresamente un tipo de activos como «los que realmente sirven en caso de crisis» puede tener importantes consecuencias para los mercados. Así, el hecho de que en la ratio a corto plazo se combine una definición muy estrecha de activo en el numerador con un denominador calculado bajo porcentajes de estrés muy severos puede hacer que el efecto global de la propuesta sea bastante duro. Tanto es así que se mantiene la duda de si, tras los cálculos de las necesidades de liquidez, habrá base suficiente de activos para cubrir las. No debemos olvidar que las emisiones de deuda (incluyendo los valores que ponderan al 0% en riesgo de crédito, emitidos por determinados organismos internacionales) son limitadas, dependen de las necesidades de financiación de los emisores y, en muchos casos (por ejemplo, en el entorno del pacto de estabilidad de la UE), están limitadas.



Por último, aunque pendiente de análisis, a simple vista puede intuirse que se va a producir un recorte de fondos de la banca al sector real. En el momento en que se debe dirigir una cantidad de fondos, calculada en función de la estructura de flujos, hacia activos del sector público para poder cumplir con los estándares (no solo en la ratio a corto plazo, sino también en la de largo plazo, los activos altamente líquidos tienen un tratamiento muy beneficioso), es evidente que quedan menos fondos para destinarse a otras operaciones.

Una vez mencionados estos posibles efectos, y a modo de reflexión, cabe preguntarse si realmente lo más idóneo es fijar como mínimo obligatorio una ratio del 100%, tal y como están diseñados los estándares (es decir, con un escenario muy severo y una base de activos de cobertura muy estrecha). Quizás se podría modificar el enfoque en cierta medida, y buscar un diseño más parecido al que se está articulando para el capital, donde se combina una ratio no excesivamente elevada como un mínimo, junto con otro montante que actuará a modo de *buffer* o colchón que pueda usarse cuando sea necesario.

## **6 Qué está abierto todavía y qué trabajos se van a llevar a cabo en el corto plazo**

La propuesta de Basilea se publicó en diciembre de 2009, abriéndose un período de consulta de cuatro meses en el que las entidades (y otros participantes en los mercados que puedan estar interesados) pueden comentarla. Al mismo tiempo, se está desarrollando un «estudio de impacto» que tiene como objetivo analizar el efecto que la propuesta puede tener sobre las entidades, obtener datos concretos sobre las mismas y, en función de ellos, revisar los parámetros que se proponen. Se trata de calibrar la medida y de poder decidir razonadamente si los porcentajes definidos son o no los idóneos. Como complemento de este análisis, se ha abierto un grupo que va a llevar a cabo un análisis más global del impacto de las propuestas, analizando las consecuencias que sobre mercados y sobre el conjunto del sistema bancario puede tener la propuesta. Además, se quiere analizar si realmente la aplicación de la propuesta hubiera evitado algunos problemas, y cuál sería el nivel deseable de liquidez general mantenida por el sistema.

En Europa, el CEBS está llevando a cabo un estudio de impacto paralelo al de Basilea, con el fin de recabar la información para el conjunto de países de la UE y buscando aportar algún elemento propiamente europeo. Al mismo tiempo, la Comisión Europea ya ha empezado a trabajar en la trasposición de estos dos estándares, y ha elaborado un documento de trabajo para el que se ha dado un período de consulta paralelo al de Basilea (paralelo en el sentido de que vence el mismo día, pero la propuesta europea se ha publicado dos meses más tarde). En este documento no solo se calca la propuesta cuantitativa, sino que se definen algunos elementos que han quedado más bien abiertos, pero que en la trasposición normativa deben quedar perfectamente definidos: el ámbito de aplicación, el tratamiento de las posiciones intragrupo al aplicarse los requerimientos individualmente, o un esquema de exenciones bien delimitado son algunos de los puntos a consulta.

En cualquier caso, queda todavía bastante por hacer, estando fijada como fecha tope para presentar una propuesta definitiva diciembre de este año. Esto implica un importante esfuerzo tanto por parte de los supervisores como por parte de las entidades, que van a estar sometidos a un intenso ritmo de trabajo.

## **BIBLIOGRAFÍA**

- BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS (2008). *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*. BCBS Working Paper, n.º 144.
- (2009). *International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring - consultative document*, BCBS Working Paper, n.º 165.
- COMITÉ DE SUPERVISORES BANCARIOS EUROPEOS (2008). *CEBS's technical advice on liquidity risk management (second part)*, CEBS Working Paper BCBS, n.º 144.
- (2009). *CEBS guidelines on Liquidity Buffers and Survival Periods*.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2008). *The Recent Financial Turmoil—Initial Assessment, Policy Lessons, and Implications for Fund Surveillance*.

IIF (2007). *Principles for Liquidity Risk Management*.

ORSIKOWSKY, B. (2002). «Supervisión del riesgo de liquidez», *Estabilidad Financiera*, n.º 2, pp.139-156.

VENTO, G. A., y P. LA GANGA (2009). «Bank Liquidity Risk Management and Supervision: Which Lessons from Recent Market Turmoil?», *Journal of Money, Investment and Banking*, n.º 10.

CRISIS FINANCIERA, MECANISMOS DE APOYO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO  
EN DIFICULTADES Y DERECHO DE LA COMPETENCIA

Francisco Uría (\*)

(\*) Francisco Uría es abogado del Estado excedente y socio (sector financiero) de KPMG-Abogados.  
Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.



## **Crisis financiera, mecanismos de apoyo a las entidades de crédito en dificultades y derecho de la competencia**

El agravamiento de la crisis financiera internacional en septiembre de 2008, coincidiendo con la caída de Lehman Brothers, provocó una acción sin precedentes de los Estados europeos para respaldar la estabilidad de sus mercados y entidades financieras.

Los mecanismos de apoyo a los sistemas y entidades individuales constituían ayudas de Estado, en principio prohibidas por el Tratado, con algunas excepciones que debían ser autorizadas por la Comisión Europea.

Entre octubre del año 2008 y julio del año 2009, la Comisión Europea estableció nuevos criterios de interpretación y aplicación de las normas europeas de defensa de la competencia, recogidos en cuatro comunicaciones.

Estos criterios han constituido un «derecho de la competencia de excepción», aplicable a una situación de crisis económica igualmente excepcional, al amparo del cual se han autorizado relevantes ayudas a los sistemas y entidades de crédito europeas.

Estas comunicaciones han constituido el marco normativo para el establecimiento del régimen jurídico y los criterios de actuación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).

La adecuación del régimen del FROB al marco europeo sobre competencia ha sido recientemente reconocida por la Comisión, que ha autorizado el esquema derivado del Real Decreto-Ley 9/2009, recientemente modificado por el Real Decreto-Ley 6/2010 para incluir una relevante regulación de los Sistemas Institucionales de Protección (SIP).

La tesis de este artículo es que, debido al momento en que se han establecido los mecanismos europeos de apoyo, han existido grandes diferencias entre las condiciones impuestas en cada caso para la recapitalización de las entidades beneficiarias de las ayudas. En el caso español, se han aplicado plenamente los criterios establecidos en las cuatro comunicaciones de la Comisión, lo que no ha ocurrido en otros casos. Esta divergencia ha agravado los efectos distorsionadores de la competencia que son propios de toda ayuda de Estado, a pesar de los esfuerzos que ha realizado la Comisión Europea para tratar de evitar ese efecto.

### **1 Antecedentes**

La crisis de los mercados financieros que comenzó en el verano del año 2007 no produjo cambio alguno, en un momento inicial, en las normas que constituyen el derecho europeo de la competencia, ni tampoco en los criterios establecidos para su aplicación.

El fundamento jurídico del derecho europeo de la competencia se encuentra en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (Versión Consolidada), cuyos artículos 101 al 109 (antiguos artículos 81 al 89 TCE) establecen sus reglas más importantes.

De hecho, el artículo 3 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) señala que la Unión Europea dispondrá de competencia exclusiva en cuanto al establecimiento de las normas sobre competencia necesarias para el funcionamiento del mercado interior.

Entre las normas del TFUE en materia de competencia, las más importantes son, sin duda, las que se refieren a las ayudas públicas (artículos 107 al 109).

El principio general en la materia es el de que las ayudas públicas que distorsionen la competencia se encuentran prohibidas, considerándose contrarias al Tratado. Este principio se establece en el artículo 107 TFUE, de acuerdo con el cual «salvo que los Tratados dispongan otra cosa, serán incompatibles con el mercado interior, en la medida en que afecten a los intercambios comerciales entre Estados miembros, las ayudas otorgadas por los Estados o mediante fondos estatales, bajo cualquier forma, que falseen o amenacen falsear la competencia, favoreciendo a determinadas empresas o producciones».

La jurisprudencia del Tribunal de Justicia ha ido estableciendo los requisitos que integra el concepto de ayuda de Estado a los efectos de la aplicación del principio reseñado en el párrafo anterior. Concretamente, la Sentencia del Tribunal de Justicia de 24 de julio de 2003, *Altmark Trans y Regierungspräsidium Magdeburg*, C-280/00<sup>1</sup>, exigió la concurrencia de los siguientes elementos:

- Debe tratarse de una intervención del Estado o mediante fondos estatales.
- Esta intervención debe poder afectar al comercio entre los Estados miembros.
- Debe conferir una ventaja a su beneficiario.
- Debe falsear o amenazar con falsear la competencia.

Es importante matizar alguno de estos requisitos que pudiera inducir a error si se interpretase en su literalidad. La afectación al comercio entre los Estados miembros no debe producirse efectivamente, sino que basta con que tal afectación sea posible en el mercado interior europeo una vez que, como ha sucedido en el caso del sector financiero, se ha producido una liberalización que permite la competencia libre entre todas las entidades de crédito en el ámbito europeo. Para que esta posible afectación se produzca, no es necesario que la empresa beneficiaria de las ayudas participe en los intercambios intracomunitarios. Tal y como señaló el Tribunal de Justicia en su sentencia de 15 de diciembre de 2005 (*Asunto C-148/04 Unicredito italiano SpA contra Agenzia delle Entrate, Ufficio Genova 1*), «cuando un Estado miembro concede una ayuda a una empresa, la actividad interior puede mantenerse o aumentar, con la consecuencia de que disminuyen con ello las posibilidades de las empresas establecidas en otros Estados miembros de penetrar en el mercado del Estado en cuestión».

No obstante, el propio Tratado establece una serie de supuestos tasados en los que las ayudas públicas se consideran admisibles. Como todo privilegio o norma excepcional, la interpretación de estos supuestos debe ser estricta, no pudiendo ser ampliados a través de una interpretación extensiva o analógica.

La excepción utilizada de forma más habitual para permitir el otorgamiento de ayudas del Estado dentro de los límites establecidos por el Tratado es la contemplada, actualmente, en el artículo 107.3.c): «ayudas destinadas a facilitar el desarrollo de determinadas actividades o de determinadas regiones económicas, siempre que no alteren las condiciones de los intercambios de forma contraria al interés común».

La aplicación de estas normas corresponde, en primer término, a la Comisión Europea, sin perjuicio de las competencias revisoras de sus actos que corresponden al Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

---

1. Rec. P. I-7747, apartado 75.

En el ejercicio de su función, y de acuerdo con una jurisprudencia consolidada del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, la Comisión goza de un elevado grado de discrecionalidad, sin perjuicio del deber general de motivar suficientemente sus resoluciones.

Así, las resoluciones del Tribunal de Justicia de la Unión Europea en esta materia suelen incluir el párrafo siguiente: «Para la aplicación del artículo 87 CE, apartado 3, la Comisión goza de una amplia facultad discrecional, cuyo ejercicio implica valoraciones de tipo económico y social que deben efectuarse en el contexto comunitario. El órgano jurisdiccional comunitario, al controlar la legalidad del ejercicio de dicha libertad, no puede sustituir la apreciación de la autoridad competente en la materia por la suya propia...»<sup>2</sup>.

No obstante, la Comisión Europea siempre ha pretendido dotar de un alto grado de previsibilidad a sus actuaciones en el ámbito de las ayudas de Estado, como forma de garantizar la objetividad de sus decisiones y evitar la existencia de cualquier interpretación que pudiera tener efectos asimétricos para los Estados y sus empresas.

Por este motivo, la Comisión estableció sucesivas versiones de las guías para la aplicación de la normativa en esta materia, que complementaron las normas adoptadas —usualmente mediante reglamentos— en materia de procedimiento. La guía más relevante a los efectos que aquí nos ocupan es la Comunicación de la Comisión por la que se aprobaron las Directrices Comunitarias sobre Ayudas Estatales de Salvamento y de Reestructuración de Empresas en Crisis (en adelante, Directrices S&R) (2004/C 244/02).

Estas directrices partían de la afirmación, contenida en su apartado 2.4 (Compatibilidad con el Mercado Común), de que, con excepción de los supuestos contemplados en el apartado 2 del (entonces) artículo 87 del Tratado, el único fundamento de la compatibilidad de las ayudas a empresas en crisis es la letra c) del apartado 3 del artículo 87.

Existía, en definitiva, una conexión íntima entre el supuesto contenido en el artículo 87.3.c) del Tratado [ahora, como se ha dicho, 107.3.c) del TFUE] y las Directrices Comunitarias sobre Ayudas Estatales de Salvamento y de Reestructuración de Empresas en Crisis.

De ahí que, hasta septiembre de 2008, todos los expedientes de autorización de ayudas de Estado a las entidades de crédito en dificultades como consecuencia de la crisis económica iniciada en el verano del año anterior fueran analizados bajo la óptica de ese marco jurídico específico: el fundamento del artículo 107.3 c) del TFUE y los criterios derivados de las Directrices S&R.

Este había sido el régimen aplicable, igualmente, a las ayudas de Estado concedidas a las entidades de crédito en dificultades con anterioridad a la crisis financiera iniciada en el año 2007. Así ocurrió en casos relevantes como el de *Crédit Mutuel* (Francia) o el de *Unicredito* (Italia). Este fue también el caso, ya en la presente crisis, de *Northern Rock*<sup>3</sup>.

Sin embargo, cuando en septiembre de 2008 se produjo un considerable empeoramiento de la situación en los mercados financieros que amenazó con provocar el colapso de un buen número de entidades de crédito, tanto en Estados Unidos como en Europa y, en especial, tras la caída de *Lehman Brothers*, la aplicación de las normas europeas sobre competencia conoció un cambio muy relevante.

---

2. A título de ejemplo puede citarse la Sentencia del TJUE de 15 de diciembre de 2005 (Asunto C-148-04, *Unicredito Italiano SpA* contra *Agenzia delle Entrate, Ufficio Genova 1*). 3. Caso C14/2008.

Esa transformación tuvo su origen en la reacción unilateral de determinados Estados frente a la situación de los mercados financieros tras el verano de 2008.

En efecto, coincidiendo con la caída de Lehman y la consiguiente reacción de pánico en los mercados financieros, algunos Estados europeos trataron de restablecer la confianza de los depositantes a través de la adopción de medidas nacionales de garantía de los depósitos. Este fue el caso, en particular, de las decisiones adoptadas por Irlanda, que, al favorecer exclusivamente a los bancos irlandeses, provocaron la inmediata reacción de la Comisión Europea.

El riesgo de que las decisiones unilaterales de los Estados provocaran un daño irremediable para la competencia entre las entidades de crédito, destruyendo el mercado interior de servicios financieros, bien pronto hizo inevitable la adopción de medidas de coordinación en el ámbito europeo.

Esa coordinación se produjo, esencialmente, a través de las decisiones adoptadas por los órganos de la Unión Europea en octubre de 2008 y, en particular, en la cumbre de los países del área del euro de 12 de octubre, posteriormente ratificadas por el Consejo General<sup>4</sup>.

Las decisiones adoptadas no implicaron la adopción de medidas europeas frente a la crisis, sino el establecimiento de unas «medidas-tipo» que los Estados podrían adoptar. Esas medidas podían consistir tanto en las facilidades de liquidez o financiación para las instituciones financieras afectadas por el cierre de los mercados internacionales, como también la recapitalización eficiente de las entidades en dificultades.

El carácter genérico de estos acuerdos determinó que no se establecieran condiciones homogéneas para el acceso de las entidades de crédito a las medidas habilitadas por los Estados europeos, lo que, como veremos, facilitó su heterogeneidad.

Era evidente que las medidas constituían ayudas de Estado y que, como tales, estaban sujetas al examen de la Comisión Europea, que habría de confirmar, caso a caso, que las medidas de apoyo a las entidades de crédito europeas eran compatibles con el Tratado.

Ante esa perspectiva, los acuerdos adoptados en octubre de 2008 incluyeron una referencia a que la aplicación de la normativa europea sobre competencia debería realizarse de forma rápida y flexible<sup>5</sup>.

## **2 La actuación de las autoridades de la competencia frente a la crisis financiera**

La Comisión no tardó en dar respuesta a la petición del Consejo Europeo a través de la adopción de una *Comunicación, de 13 de octubre de 2008*, dedicada a «la aplicación de las normas sobre ayudas estatales a las medidas adoptadas en relación con las instituciones financieras en el contexto de la actual crisis financiera mundial» (2008/C 270/02)<sup>6</sup>.

El propósito de la Comunicación fue, en sus propias palabras, el de «proporcionar una orientación sobre los criterios pertinentes para la compatibilidad con el tratado, tanto de los regí-

---

4. [www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms\\_Data/docs/pressData/en/ec/103441.pdf](http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/103441.pdf). 5. En las conclusiones de la Presidencia del Consejo Europeo de los días 15 y 16 de octubre de 2008 se decía, textualmente, que «en las excepcionales situaciones actuales, la aplicación de las normas europeas debe seguir respondiendo a la exigencia de una actuación rápida y flexible. El Consejo Europeo apoya a la Comisión en la aplicación, con este ánimo, de las normas relativas a la política de la competencia y, en particular, las relativas a las ayudas públicas sin dejar de aplicar al mismo tiempo los principios del mercado único y del régimen de tales ayudas». 6. La versión en castellano de dicha Comunicación fue publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea el 25 de octubre de 2008 (C 270/8).



menes generales como de los casos individuales de aplicación de tales regímenes y casos particulares de importancia sistémica. Al aplicar estos criterios a las medidas adoptadas por los Estados, la Comisión procederá con la rapidez necesaria para garantizar la seguridad jurídica y para restablecer la confianza en los mercados financieros».

Se trataba, en definitiva, de anticipar los criterios de interpretación y aplicación de las normas europeas sobre competencia a los mecanismos de apoyo a los sistemas y entidades financieras que se establecieron por parte de los Estados europeos a partir de octubre de 2008.

La rapidez y flexibilidad solicitada por los Consejos europeos de octubre se materializarían a través de la anticipación de los nuevos criterios interpretativos por parte de la Comisión: en la medida en que las ayudas estatales aprobadas por los Estados miembros se ajustaran a dichos criterios, serían autorizadas con gran celeridad.

En cuanto a la flexibilización de los criterios en el ámbito sustantivo, la Comunicación de referencia adoptó una decisión de gran trascendencia: la de no aplicar las Directrices S&R, hasta ese momento vigentes, a las ayudas que fueran notificadas a partir de la adopción de la nueva Comunicación de la Comisión.

La razón por lo que las Directrices S&R no serían aplicables, más que en sus principios generales, se encontraba en la segunda decisión adoptada por la Comisión Europea; la de analizar las ayudas a los sistemas y entidades financieras a la luz de un nuevo fundamento jurídico, el del artículo 107.3.b) del Tratado (entonces 87.3.b).

El artículo 107.3.b) del Tratado es una excepción a la mencionada prohibición general de las ayudas de Estado, que se refiere a «las ayudas para fomentar la realización de un proyecto importante de interés común europeo o destinadas a poner remedio a una grave perturbación en la economía de un Estado miembro».

En particular, es el último inciso de este precepto, la referencia a la existencia de una grave perturbación en la economía de un Estado miembro, el que ha servido de nuevo fundamento jurídico a la evaluación de las ayudas de Estado en el marco de la presente crisis financiera.

Se trataba de un precepto escasamente utilizado hasta ese momento. De hecho, únicamente fue aplicado para fundamentar la autorización por la Comisión de las Ayudas otorgadas por el Estado griego, con ocasión de la crisis económica anterior, en el año 1983.

Así pues, a partir de octubre de 2008, la Comisión Europea aplicaría las normas sobre competencia a los esquemas y ayudas individuales a entidades de crédito basándose en los principios y reglas establecidos en su Comunicación de 13 de octubre de 2008 tomando como base jurídica el artículo 107.3.b) del Tratado.

Esta decisión suponía un cambio jurídico relevante en la pauta de actuación de la Comisión hasta ese momento, consistente, como se ha dicho, en la aplicación sin matices de las Directrices S&R al amparo del artículo 107.3.c) del Tratado.

Los motivos que determinaron este cambio de orientación fueron explicitados, meses más tarde, por la propia Comisión Europea, cuando, en su Informe sobre las ayudas de Estado

aplicadas hasta la primavera del año 2009<sup>7</sup>, explicó que «la erosión general de la confianza en el sector bancario en octubre de 2008 llevó a serias dificultades para acceder a la liquidez». La crisis se había convertido en sistémica y afectó por igual a instituciones financieras cuyas dificultades tenían su origen exclusivamente en las condiciones generales de los mercados que habrían restringido de forma severa el acceso a la liquidez. Se hizo entonces dudoso si las Directrices de Salvamento y Reestructuración continuaban proporcionando un marco jurídico adecuado para responder a la crisis, una vez que esta había golpeado también a bancos que no podrían haber sido normalmente considerados como entidades «en dificultades».

Surgía, en definitiva, un auténtico derecho europeo de la competencia «de excepción», para ser aplicado en un momento igualmente excepcional de la economía y los mercados financieros europeos.

Una vez superada la presente crisis, y, desde luego, a partir del 31 de diciembre de 2010, esta normativa «ad hoc» dejaría de ser aplicable, retornándose al artículo 107.3.c) y su normativa de desarrollo como único instrumento para el análisis de las ayudas de Estado a favor de entidades individuales.

Este nuevo derecho de la competencia, aplicable a las ayudas públicas que se concederían en lo sucesivo a los sistemas y entidades financieras, se articularía, como veremos, a través de la aprobación de distintas comunicaciones de la Comisión, dedicadas, respectivamente, a establecer el régimen general aplicable a las ayudas, concretar los criterios que serían utilizados para evaluar tipos de ayuda concretos, como las ayudas de recapitalización y la adquisición de activos deteriorados, y, por último, la reestructuración de las entidades beneficiarias de las ayudas, Comunicación que marca, en mi opinión, un retorno a los criterios tradicionales para la evaluación de la compatibilidad con los tratados de las ayudas proporcionadas por los Estados.

Las comunicaciones dictadas fueron, concretamente, las siguientes: la (ya citada) Comunicación general sobre los mecanismos de ayuda al sector bancario de 13 de octubre de 2007; la Comunicación sobre ayudas de recapitalización de 5 de diciembre de 2007; la Comunicación sobre Adquisición de Activos Dañados (de valor deteriorado), de 25 de febrero de 2009, y la Comunicación sobre Reestructuración, de 22 de julio de 2009.

El carácter excepcional de estos criterios se puso explícitamente de manifiesto en la nota de prensa publicada por la Comisión el 23 de julio de 2009 para anunciar la publicación de su Comunicación sobre ayudas a la reestructuración bancaria<sup>8</sup>. En ella se dice que «estas guías [las cuatro Comunicaciones publicadas a partir de octubre de 2008 para guiar la interpretación y aplicación del artículo 87.3.b) a las ayudas otorgadas a las entidades de crédito] están basadas en el artículo 87.3.b) del Tratado, que autoriza las ayudas de Estado en caso de una seria perturbación de la economía. Serán temporales y se aplicarán hasta el final de 2010. Después de esa fecha, las reglas normales sobre rescate y reestructuración, basadas en el artículo 87.3.c) del Tratado (ayudas para el desarrollo de ciertas actividades económicas o áreas en que tales ayudas no afecten negativamente a las condiciones de comerciales en un grado contrario a los intereses comunes) se aplicarían nuevamente».

A mi juicio, la decisión de modificar el marco jurídico aplicable en una situación de excepcional gravedad debe considerarse acertada. No obstante, los términos genéricos en que se estable-

---

7. State Aid Scoreboard. Spring 2009 update. Special edition on State Aid interventions in the current financial and economic crisis, COM (2009)164, de 8 de abril de 2009. 8. Referencia: IP/09/1180.

cieron las condiciones a que debían sujetarse las ayudas concedidas favorecieron una heterogeneidad que afectó a las condiciones de competencia entre las entidades de crédito europeas. Por otra parte, el hecho de que entre la aprobación de la primera y la última de las cuatro comunicaciones de la Comisión mediasen varios meses determinó que los criterios bajo los que se produjo la autorización de los distintos mecanismos de ayuda fueran distintos.

Ello no afecta solamente a instrumentos tan relevantes como la recapitalización con fondos públicos de las entidades de crédito. Medidas como la elevación de las cifras garantizadas por los mecanismos de garantía de los depósitos, adoptadas sin que exista una armonización europea sobre la financiación ex ante o ex post de los fondos respectivos o la garantía pública de las emisiones de las entidades de crédito, que favorece a las entidades de los Estados que tienen una mejor calificación crediticia y, por tanto, son capaces de obtener financiación en mejores condiciones (como sucede en el caso alemán), aunque hubieran sido adoptadas de forma transparente, ya producían una heterogeneidad relevante en las condiciones en que debían competir las entidades de crédito europeas.

No obstante, como veremos más adelante, ninguna medida tuvo una capacidad mayor de perturbación de las condiciones de competencia entre las entidades de crédito que las recapitalizaciones con fondos públicos que beneficiaron a algunas de ellas.

En cualquier caso, la Comunicación de la Comisión de 13 de octubre de 2008 trató de minimizar esos efectos sobre la competencia y, al margen de tomar las decisiones sobre el fundamento jurídico de la autorización de las ayudas públicas al sector financiero, dejó sentado claramente el principio de que las medidas que fuesen aprobadas tendrían un carácter coyuntural, con una duración acotada en el tiempo, de forma de los mecanismos establecidos sobre esta nueva base jurídica «se revisen regularmente y finalicen tan pronto como la situación económica del Estado miembro en cuestión lo permita»<sup>9</sup>.

La Comunicación abordó la amplia tipología de los mecanismos de apoyo al sector financiero que ya se intuía en las decisiones adoptadas por los órganos de gobierno de la Unión Europea en octubre de 2008 y, en particular, las «garantías que cubren las responsabilidades de las instituciones financieras» y la «recapitalización de las instituciones financieras». No obstante, se trata de una Comunicación genérica que, sobre todo en relación con este último tipo de ayudas, estaba necesitada de concreción ulterior.

La Comisión Europea parte de una distinción que persistirá en las cuatro comunicaciones que conforman el derecho de la competencia que se aplicará a las ayudas públicas dirigidas al sector financiero: la diferenciación entre las medidas referidas a instituciones financieras que atravesaban problemas de liquidez pero que eran esencialmente sólidas de las medidas que se referían a instituciones afectadas por problemas endógenos (instituciones afectadas por pérdidas derivadas de la ineficacia, de la mala gestión de activos y obligaciones o de estrategias arriesgadas, entre otras).

Las consecuencias de que una entidad sea o no calificada como «esencialmente solvente» son muy relevantes, puesto que, en el primer caso, podrá recibir ayudas públicas —lo que probablemente no hubiera sido posible bajo el régimen de las Directrices S&R—, exigiéndole lo que la Comunicación considera una reestructuración «menos importante», en contraposición con la reestructuración de gran envergadura que se exige a las entidades que afrontasen mayores problemas de solvencia.

---

9. Véase nota anterior.

En definitiva, el nuevo régimen resultante de la Comunicación se aplica a las entidades fundamentalmente solventes, mientras que a las entidades que estuvieran en dicha posición les era aplicable un régimen semejante al de las Directrices S&R.

Centrándonos en el tipo de ayudas que constituyen el objeto fundamental de este trabajo, las de recapitalización con fondos públicos, la Comunicación de la comisión exige que «la recapitalización, como medida de urgencia para apoyar la institución financiera durante la crisis, vaya seguida de un plan de reestructuración del beneficiario que será examinado separadamente por la Comisión, teniendo en cuenta tanto la distinción entre las instituciones financieras fundamentalmente sólidas afectadas exclusivamente por las actuales restricciones de acceso a la liquidez y los beneficiarios que, además, registran problemas de solvencia de carácter más estructural relacionados, por ejemplo, con su modelo empresarial específico o con su estrategia de inversión».

Vemos cómo, aparentemente, aunque las condiciones de reestructuración podían ser menos exigentes que las impuestas a las entidades con problemas más graves de solvencia, se preveía un análisis individualizado para cada una de las entidades beneficiarias por parte de la Comisión.

En todo caso, y cualquiera que fuese el tipo de ayuda establecido, la Comunicación estableció una serie de principios generales que habrían de respetarse para minimizar el impacto de las ayudas sobre la competencia en el mercado interior de servicios financieros: el de necesidad (la ayuda debe ser imprescindible para preservar la estabilidad del sistema bancario), el de proporcionalidad (la ayuda concedida no deberá exceder de lo que sea estrictamente necesario para lograr su objetivo legítimo), el de no discriminación (las ayudas deben establecerse de forma objetiva y no discriminatoria) y el de prevención de distorsiones de la competencia (las medidas deben establecerse de modo que se eviten o minimicen los efectos negativos en los competidores, en otros sectores y en otros Estados miembros).

Estos principios generales se plasmaban en una serie de medidas instrumentales que se consideran imprescindibles para salvaguardar la competencia en igualdad de condiciones y para evitar el riesgo moral inherente a este tipo de ayudas.

Entre tales limitaciones se citaban medidas relativas al comportamiento que garanticen que las instituciones financieras beneficiarias no se dedican a una expansión agresiva aprovechando la garantía pública, restricciones en la conducta comercial (tales como publicidad, que expongan el hecho de que el banco beneficiario es objeto de una garantía pública, precios aplicados o expansión de las actividades), limitaciones al valor del balance de las instituciones beneficiarias en relación con una referencia adecuada (por ejemplo, el PIB), prohibición de comportamientos irreconciliables con el objetivo de la garantía (por ejemplo, readquisición de participaciones por instituciones financieras beneficiarias o emisión de nuevas opciones de compra de acciones para sus directivos) o disposiciones adecuadas que permitan al Estado miembro en cuestión garantizar la aplicación de estas restricciones en cuanto al comportamiento.

La Comunicación, en suma, trata de alcanzar un punto de equilibrio entre la necesidad de restablecer la estabilidad de los mercados y entidades financieras europeos y la aplicación del derecho de la competencia europeo como garantía del buen funcionamiento del mercado interior de servicios financieros<sup>10</sup>.

---

10. Juergen Foecking, Peter Ohrlander y Ernst Ferdinandusse lo han expresado con gran claridad en su artículo «Competition and Financial Markets: The role of Competition Policy in Financial Sector Rescue and Restructuring», publicado en el número 1 del año 2009 de la revista *Competition Policy Newsletter*, pp. 7 a 11, al señalar (opto por mantener la versión original del documento) «State interventions during the financial crisis are aimed primarily at ensuring the availa-

Aunque, como vemos, la distinción entre las entidades solventes y las que no lo son resulta crítica y determina la producción de muy distintos efectos jurídicos, la Comunicación de la Comisión de 13 de octubre de 2008 no precisaba qué autoridad nacional o europea certificaría que una determinada entidad tenía o no dicha condición, por lo que, de facto, no existía ningún requisito objetivo ni se definía ningún procedimiento para la determinación de las entidades que tenían la condición de «solventes».

El efecto de la Comunicación no se hizo esperar y, una vez publicada la misma, los Estados se apresuraron a someter a la Comisión Europea, para su autorización, los mecanismos de ayuda que pensaban utilizar para respaldar a sus entidades en dificultades.

La Comunicación implicó una considerable flexibilización en la tramitación de los procedimientos de autorización, ya que, siempre que se cumplieron las condiciones establecidas en aquella, las ayudas fueron autorizadas en plazos realmente breves.

Desde un punto de vista sustantivo, la Comunicación también implicó una flexibilización considerable frente a las tradicionales Directrices S&R, ya que se autorizaron explícitamente las ayudas a entidades fundamentalmente solventes sometiéndolas a la exigencia de una reestructuración de escasa envergadura.

Sin embargo, esta doble flexibilidad pareció no ser suficiente y, en el Consejo ECOFIN celebrado el 2 de diciembre de 2008, se abordó nuevamente el tema de las ayudas a entidades de crédito.

Como resultado de los acuerdos adoptados, la Comisión Europea publicó una nueva *Comunicación, de 5 de diciembre de 2008*, dedicada a «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»<sup>11</sup>. Los criterios establecidos por la Comisión Europea a través de esta Comunicación fueron posteriormente confirmados por el Consejo Europeo en su reunión de 11 y 12 de diciembre<sup>12</sup>.

La correlación entre los acuerdos políticos alcanzados en los Consejos Europeos y la nueva Comunicación se puso de manifiesto en la propia literalidad de esta última, que, al aludir a dichos acuerdos, señaló que en estos se «reconoció la necesidad de orientaciones adicionales para las recapitalizaciones cautelares destinadas a sostener el crédito, e instó a su pronta aprobación por la Comisión».

Si bien era evidente que la primera Comunicación de la Comisión era bastante genérica, siendo conveniente la concreción de los criterios que servirían para evaluar la compatibilidad con los tratados de las ayudas de recapitalización con fondos públicos, no fue menos cierto que la nueva Comunicación permitió la autorización de esquemas generales que, aparentemente,

---

bility of adequate levels of lending to the real economy. In this way such interventions contribute to the achievement of objectives of common interest. However, they are also likely to create distortions of competition, which need to be minimized through the instrument of State aid control». **11.** La versión en castellano de esta segunda Comunicación en la materia fue publicada por el *Diario Oficial de la Unión Europea* del 15 de enero de 2001, con la referencia C10/2 al 10. **12.** Las Conclusiones de la Presidencia en relación con los acuerdos adoptados por el Consejo Europeo (Documento 17271/1/08 REV 1) respaldaron este cambio de orientación. Textualmente, se afirmó, en parte repitiendo la declaración realizada en el Consejo anterior, que, «En las circunstancias actuales, la aplicación, por parte de la Comisión, de las normas de competencia debe responder también a la exigencia de una actuación rápida y flexible. En este contexto, el Consejo Europeo se congratula en particular de la adopción por la Comisión de nuevas directrices para las entidades financieras e insta a su rápida aplicación».

no habían podido ser aprobados con los criterios resultantes de la Comunicación de 13 de octubre<sup>13</sup>.

En la Comunicación de la Comisión de 5 de diciembre de 2008 aparece un supuesto novedoso, no previsto en la Comunicación anterior: el de los mecanismos de recapitalización de entidades financieras implementados con el objetivo de restaurar la estabilidad financiera, garantizar la concesión de préstamos a la economía real y abordar el riesgo sistémico de posible insolvencia.

Era indiscutible que estas ayudas podían provocar distorsiones en la competencia, como reconoció la propia Comunicación, diferenciando entre tres niveles distintos de distorsión<sup>14</sup>:

- a) Un nivel general, en el que la recapitalización de los bancos de un Estado miembro mediante fondos públicos pudiera darles una ventaja competitiva indebida frente a los bancos de otros Estados.
- b) Un segundo nivel, en el que los regímenes de recapitalización a los que pudieran acceder todos los bancos de un Estado miembro otorguen una ventaja competitiva a las entidades en dificultades o menos eficientes frente a los bancos que son esencialmente sólidos y más eficaces.
- c) Un tercer nivel, en el que la recapitalización pública y, en particular, sus condiciones de remuneración situasen en una peor posición competitiva a las entidades de crédito que hubieran optado por buscar capital adicional en el mercado sin recurrir a los mecanismos de ayuda pública frente a las que sí hubieran utilizado estos instrumentos.

Una vez más, la Comunicación de la Comisión acoge la distinción entre «bancos esencialmente sólidos y eficaces» y «bancos en dificultades y menos eficaces», de modo que su aproximación a los instrumentos de prevención de esas distorsiones competitivas parte de esta diferenciación. Así, aun admitiendo que ambos tipos de instituciones pudieran ser recapitalizados con fondos públicos, la Comisión Europea entendió que habían de establecerse reglas distintas para unos y otros casos.

Se observa en este punto un intento de objetivar la distinción de referencia a través de una serie de criterios enunciados en la propia Comunicación y entre los que cabe mencionar los siguientes:

- El cumplimiento de los requerimientos reglamentarios de solvencia.
- Las perspectivas de adecuación de capital certificadas por las autoridades nacionales de supervisión.
- Las calificaciones de solvencia financiera.
- Los diferenciales de permutas financieras por impago crediticio (*CDS spreads*) anteriores a la crisis.

---

**13.** El 29 de noviembre de 2008, se publicó un artículo en el *Financial Times* en el que, bajo el expresivo título de «Brussels blocks French move to shore up capital for retail banks», su corresponsal en París, Ben Hall, aludía a la existencia de conversaciones entre el Gobierno Francés y la Comisaría Europea de Competencia para conseguir levantar el veto que, de acuerdo con la información publicada, pretendía imponer la Comisión a la utilización de mecanismos de recapitalización de entidades de crédito con fondos públicos con el objetivo de incrementar el volumen de concesión de créditos. **14.** Véase nota 13, p. 9, párrafos 7 al 11.

El origen de estos criterios objetivos se encuentra en la labor realizada por el Banco Central Europeo en los meses anteriores, plasmada en las Recomendaciones adoptadas por su Consejo de Gobierno de 20 de noviembre de 2008<sup>15</sup>.

Las Recomendaciones del Banco Central Europeo permitieron también que la Comunicación de la Comisión tratase de establecer unas reglas objetivas para la determinación del coste admisible de coste de las ayudas de recapitalización en el caso de las entidades esencialmente solventes y en el de aquellas en que no concurre esta cualidad. La regla sería la de que las entidades fundamentalmente solventes podrían beneficiarse de unas condiciones menos severas que las que no tuvieran dicha condición, sin que tampoco en esta oportunidad se concretase cuál sería el procedimiento o método que permitiría atribuir a una entidad una u otra calificación.

Las condiciones de remuneración de las ayudas públicas debían ajustarse a las siguientes reglas, de acuerdo con la Comunicación de la Comisión:

- Cuando las condiciones de remuneración por las ayudas públicas fueran próximas al mercado, la Comisión aceptaría las condiciones fijadas por las partes entendiendo que los efectos de la recapitalización en términos competitivos serían reducidos.
- Cuando las medidas de recapitalización se alejasen de las condiciones de mercado, y aun entendiendo que las mismas se encontraban distorsionadas por los graves problemas que afectaban a los mercados financieros, no podrían implicar una vuelta a las condiciones anteriores a la crisis. A fin de objetivar la decisión, se adoptaba como propia la horquilla de precios previamente recomendada por el Banco Central Europeo para determinados instrumentos financieros.
- Debían establecerse incentivos adecuados para el reembolso del capital público cuando las condiciones de mercado lo hicieran posible.
- Las condiciones de la recapitalización de bancos que no sean esencialmente sólidos debían estar sujetas a requisitos más estrictos que las de los bancos sólidos, lo que se reflejaba en la exigencia de que la remuneración establecida fuera más alta en el caso de aquellos.

Todo ello venía complementado, una vez más, por el establecimiento de algunas limitaciones en el comportamiento de las entidades beneficiarias de las ayudas, que, en definitiva, implicaban la prohibición de que las ayudas fueran utilizadas como instrumento para competir en el mercado en una posición ventajosa, bien por la utilización publicitaria de las ayudas recibidas o bien por financiar una expansión comercial agresiva.

Al margen de la imposición de condiciones financieras más gravosas, las «recapitalizaciones de rescate de otros bancos», es decir, de las entidades «no esencialmente sólidas», debían someterse a una exigencia adicional: habría de presentarse un plan de reestructuración global o de liquidación de las entidades beneficiarias en un plazo de seis meses desde la recapitalización.

---

<sup>15</sup>. Recomendaciones del Consejo de Gobierno de 20 de noviembre de 2008 relativas a una metodología para la evaluación comparativa de la fijación de precios de las medidas públicas de recapitalización destinadas a instituciones esencialmente sólidas en la zona del euro.



Tras la publicación de la segunda Comunicación de la Comisión de 5 de diciembre de 2008, se produjo la aprobación de los mecanismos de ayuda mediante refinanciación de entidades de crédito concretas mediante fondos públicos en Francia y Austria<sup>16</sup>. También se produjo la autorización de alguna medida de recapitalización referida a una entidad concreta establecida por el Gobierno alemán<sup>17</sup>. En los meses siguientes, se sometieron a la Comisión otros esquemas y medidas individuales.

A pesar del esfuerzo realizado para objetivar las ayudas, lo cierto es que se produjeron diferencias relevantes entre las entidades de crédito europeas. En primer lugar, entre las entidades que recibieron ayudas de recapitalización y las entidades que no las recibieron. En segundo lugar, y aludiendo exclusivamente a estas últimas, fueron distintas las condiciones en que las recibieron; por último, fue diferente también el grado de exigencia de mecanismos compensatorios de su efecto sobre la competencia europea.

No expreso con ello una opinión meramente personal. El efecto provocado por las ayudas públicas de recapitalización de bancos europeos fue descrito por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS) en su «Análisis de los planes nacionales para la estabilización de los mercados», de fecha 5 de febrero de 2009<sup>18</sup>, donde se señala que «existen ventajas competitivas potenciales para los bancos que se han beneficiado de inyecciones de capital por parte de sus autoridades nacionales»<sup>19</sup>. El informe señala que «los bancos que han recibido estas inyecciones pueden encontrarse en mejor posición para obtener financiación en el mercado (*market funding*), garantizar préstamos (*grant loans*) o desarrollar planes futuros, incluso una vez que la situación de crisis general se haya resuelto».

A juicio del CEBS, los mecanismos de recapitalización con fondos públicos desarrollados por los Estados miembros podían disparar una competición para captar capital al más alto nivel, al calar entre las agencias de *rating* y los analistas la idea de que el nivel de capital necesario ha subido, situando a las entidades que no pueden captar financiación en el mercado ante la alternativa de aceptar la recapitalización con fondos públicos o la restricción del crédito, con su correlativo efecto sobre los resultados de las entidades.

El informe del CEBS destaca también la existencia de grandes diferencias entre los mecanismos a través de los que se realizó la recapitalización de las entidades, destacando los siguientes: los instrumentos elegidos, las condiciones de precio, la atribución de una calificación determinada como instrumento de capital (*tier 1*), las cantidades proporcionadas o los criterios de selección de los bancos destinatarios de las ayudas<sup>20</sup>.

Estas grandes diferencias han tenido un impacto indiscutible sobre las condiciones de competencia entre las entidades de crédito europeas y sobre el funcionamiento del propio mercado interior de servicios financieros.

Las medidas de recapitalización han permitido a entidades en graves dificultades mantener su actividad, eludiendo severos procesos de reestructuración o, incluso, su liquidación. Además, han podido obtener financiación cuando el mercado no se la hubiera concedido o la han obtenido en condiciones ventajosas desde el punto de vista financiero. Por último, algunas enti-

---

<sup>16</sup>. La autorización de las medidas de recapitalización de las entidades de crédito en Francia por parte de la Comisión Europea se produjo el 8 de diciembre de 2008. La autorización, en el caso austriaco, se produjo al día siguiente, el 9 de diciembre de 2008. <sup>17</sup>. Concretamente, el 18 de diciembre de 2008 se autorizó la recapitalización de la entidad Bayern LB. <sup>18</sup>. «Analysis of the supervisory implications of the national plans for the stabilization of markets». Puede localizarse en el sitio web del propio Comité Europeo de Supervisores Bancarios, [www.ceb-s.org](http://www.ceb-s.org). <sup>19</sup>. Véase nota anterior, p. 12. <sup>20</sup>. Véanse notas anteriores, pp. 10 y 11.



dades han disfrutado de la ventaja adicional derivada de la configuración jurídica de los recursos propios obtenidos, que computaron, en algún caso, como recursos de la máxima calidad.

A pesar de la importancia económica de las ayudas concedidas, estas, sin embargo, no fueron suficientes para sanear completamente algunas de las entidades de crédito en dificultades, por lo que se hizo necesario pensar en medidas adicionales, como la adquisición de los activos deteriorados que contaminaban sus balances.

De nuevo, se alcanzó un primer acuerdo a nivel político en la reunión del Consejo ECOFIN de 20 de febrero de 2009. En particular, se autorizó a los Estados para que pudieran proceder a la creación de instituciones o vehículos (conocidos coloquialmente como «bad Banks») que adquirirían activos tóxicos que se encontraban en el balance de las entidades de crédito.

Las condiciones en que se implementarían estas ayudas y, lo que es también relevante, los criterios que serían utilizados por la Comisión para la evaluación de su compatibilidad con el Tratado y su consiguiente autorización fueron establecidos por la *Comunicación de la Comisión Europea de 25 de febrero de 2009*, «sobre el tratamiento de los activos cuyo valor ha sufrido un deterioro en el sector bancario comunitario»<sup>21</sup>.

Al igual que en el caso de la Comunicación anterior, la Comisión trató de objetivar y homogeneizar al máximo las nuevas ayudas, aunque no consiguió llegar a un grado suficiente de detalle como para establecer criterios equivalentes en dos aspectos críticos: la valoración de los activos y la definición de los que se entenderían admisibles para su adquisición. De hecho, la propia lectura de la Comisión no despeja la incertidumbre sobre si la ayuda habría de consistir en una adquisición en firme de los activos o si podría ser suficiente con la realización de algún otro tipo de operación.

El esfuerzo de homogeneización realizado por la Comisión se plasmó, no obstante, en una serie de reglas, entre las que destacan las «orientaciones sobre la aplicación de las normas relativas a las ayudas estatales a las medidas de rescate de activos» a través de las que la Comisión persigue minimizar, ex ante, los efectos distorsionadores de la competencia potencialmente derivados de las ayudas.

Para empezar, trata de precisarse el concepto de ayuda pública, indicando que «se considera que una garantía constituye ayuda estatal cuando el banco beneficiario no puede encontrar en el mercado ningún operador privado independiente dispuesto a ofrecerle una garantía similar. El importe de la ayuda estatal corresponde a la obligación neta máxima que el Estado se compromete a asumir»<sup>22</sup>.

En el otorgamiento de las ayudas, deben respetarse los principios generales ya establecidos en las Comunicaciones anteriores: necesidad, proporcionalidad y minimización de los falseamientos de la competencia, ya se produzcan entre entidades de crédito beneficiarias y no beneficiarias de las ayudas y, entre aquellas, entre las que reciben ayudas menores o mayores o en unas condiciones más o menos beneficiosas.

De nuevo, la Comunicación de la Comisión trata de introducir una serie de criterios de aplicación de las normas de competencia que permitan minimizar los efectos que podrían producir

---

21. La Comunicación fue publicada, en su versión en castellano, en el *Diario Oficial de la Unión Europea* de 26 de marzo de 2009, con el número C 72. 22. Véase nota 25, página 4, nota a pie de página número 2.

estos mecanismos de adquisición de activos deteriorados respecto de las condiciones de competencia entre las entidades de crédito en Europa. Entre los elementos más relevantes, cabe citar los siguientes:

- Como condición previa a la aplicación de medidas de rescate de activos es preciso realizar algunas tareas de análisis previo con el objetivo de garantizar que este tipo de ayudas se dirige, exclusivamente, a entidades viables.
- Se establece el principio de que las entidades beneficiarias de este tipo de ayudas, sus accionistas y otras partes interesadas debían soportar, al menos en parte, las pérdidas asociadas a los activos deteriorados. Con ello se reduciría, al mismo tiempo, el problema del riesgo moral (*moral hazard*).
- Se fija el principio de temporalidad de las ayudas de modo que los mecanismos de adquisición de activos deben tener una duración limitada en el tiempo que la Comunicación fija en seis meses.
- Se trata de establecer criterios objetivos para la elegibilidad de los activos.

No obstante, el elemento crítico era, una vez más, el de las condiciones de obtención de las ayudas y, sobre todo, el problema de la valoración de los activos elegibles para las medidas de rescate y los criterios para la determinación de los precios de adquisición. En este punto, la Comunicación de la Comisión trata de establecer, al igual que la Comunicación anterior, una serie de criterios objetivos que habrían de guiar la adquisición de los activos. Los criterios que estableció la Comunicación fueron los siguientes:

Como regla general, se establece el principio de que los activos habrían de valorarse, siempre que fuera posible, según su valor actual de mercado.

Sin embargo, esta regla no se aplicaba del mismo modo a todas las entidades, ya que la Comunicación abría la posibilidad de establecer una valoración más alta «para lograr el efecto de rescate». Además, se hacía referencia a otros instrumentos alternativos, como la creación de un banco sano en el que el Estado compraría los activos sanos y otros instrumentos a través de los que los bancos pasaran a ser propiedad pública.

Nuestra valoración de estas reglas contenidas en la Comunicación es que, a pesar del esfuerzo realizado, los Estados conservaban una amplia capacidad de decisión para el establecimiento de sus medidas de adquisición de activos, lo que, una vez más, conduciría a la heterogeneidad de las medidas adoptadas y sus efectos potencialmente distorsionadores de la competencia.

Al margen de estas reglas, el mecanismo de cierre establecido en la Comunicación era la exigencia de que se presentase un plan de reestructuración de las entidades beneficiarias de las ayudas y un plan para la devolución de las ayudas recibidas. La cuestión es que esa exigencia no se proyectaba sobre todas las entidades receptoras de ayudas, sino, una vez más, sobre las entidades que no eran fundamentalmente solventes o que no se consideraban viables.

Así, al igual que en las comunicaciones precedentes, la Comunicación de 25 de febrero de 2009 incluía un apartado referido a las medidas de seguimiento, con mención específica a la reestructuración y recuperación de la viabilidad.

También en este ámbito se trata de objetivar los supuestos en que una entidad receptora de ayudas se encuentra obligada a afrontar un plan de reestructuración. Por ello, se establece una presunción en virtud de la cual se asumiría la necesidad de proceder a una reestructuración profunda cuando de una valoración apropiada de los activos deteriorados se desprendera una situación de insolvencia técnica o neto patrimonial negativo en ausencia de intervención pública o cuando la entidad hubiera recibido cualquier tipo de ayuda estatal que bien contribuya a la cobertura o evitación de pérdidas, o bien, en conjunto, supere el 2% del total de los activos del banco ponderados en función del riesgo.

Esta es una regla que, en lo sucesivo, habrá de jugar un papel de gran importancia. Ante la imposibilidad de juzgar con objetividad y conocimiento qué entidades deben ser consideradas o no como entidades fundamentalmente solventes con los relevantes efectos que ya conocemos, la Comisión establece una regla práctica que traza una línea divisoria objetiva entre las entidades receptoras de las ayudas: si estas no superan el 2% del total de los activos del banco ponderados en función del riesgo se entendería que la entidad es fundamentalmente solvente y podría limitarse a afrontar un plan de reestructuración de envergadura menor. Si, por el contrario, el porcentaje se rebasaba, sería necesaria la elaboración y presentación de un plan de reestructuración de gran envergadura, que quedaría sujeto a una evaluación individual por parte de la Comisión Europea.

### **3 El último paso: la Comunicación de la Comisión sobre reestructuraciones en el sector financiero**

La reestructuración o liquidación de la entidad beneficiaria de las ayudas públicas ha sido la exigencia tradicional de la Comisión Europea para aceptar la compatibilidad con el Tratado de las ayudas concedidas a entidades determinadas.

Como hemos visto en las páginas anteriores, la idea de la reestructuración estaba presente en las comunicaciones publicadas por la Comisión para establecer los criterios de aplicación de las normas europeas sobre competencia a las ayudas concedidas a las entidades de crédito durante la presente crisis.

Sin embargo, la Comisión demoró la publicación de una Comunicación sobre esta materia hasta el comienzo del verano del año 2009, es decir, más de seis meses después de la publicación de su primera Comunicación en la materia.

Se trató de la *Comunicación de 23 de julio de 2009*, sobre el retorno a la viabilidad y la asistencia a las medidas de reestructuración en el sector financiero en el contexto de la presente crisis bajo las reglas de las ayudas de Estado<sup>23</sup>.

Esta Comunicación marca un claro retorno a las Directrices S&R, cuyos principios se habían declarado genéricamente aplicables desde la Comunicación de 13 de octubre de 2008, pero en los que ahora se insiste de forma más detallada.

Se traza ahora, con total nitidez, la frontera entre las entidades fundamentalmente solventes que, habiendo recibido ayudas públicas, no se encuentran obligadas a someter a la Comisión un plan individual de reestructuración y las entidades que, en aplicación de las Comunicaciones anteriores, hubieran recibido lo que ya abiertamente se denomina «ayudas de reestructuración» y que, en aplicación de los principios de las Directrices S&R, «debía conducir al restablecimiento de la viabilidad de la empresa a largo plazo sin ayuda estatal».

<sup>23</sup>. La versión en castellano de esta Comunicación fue publicada en el *Diario Oficial de la Unión Europea* de 19 de agosto de 2009 (C 195/9-20).

El plan de reestructuración debe incluir un diagnóstico a fondo de los problemas del banco, sometiendo el negocio de los bancos a una prueba de tensión (*stress test*); ha de garantizar un calendario realista y flexible de los plazos necesarios para su ejecución; debe distribuir adecuadamente las cargas entre los Estados miembros y los bancos beneficiarios, y ha de diseñar medidas para limitar el falseamiento de la competencia por parte de un banco salvado en el mismo Estado miembro o en otros Estados miembros.

El plazo máximo fijado por la Comunicación para la realización de la reestructuración es de cinco años.

En esta Comunicación aparecen reflexiones particularmente rotundas sobre los efectos de las ayudas públicas sobre la competencia, llegándose a afirmar que «cuando los bancos compiten en función de los méritos de sus productos y servicios, aquellos que acumulan un riesgo excesivo o dependen de modelos empresariales insostenibles acaban perdiendo cuota de mercado y hasta es posible que salgan del mercado, mientras que sus competidores más eficientes se expanden o entran en los mismos mercados. La ayuda estatal prolonga falseamientos pasados de la competencia creados por una asunción excesiva de riesgos y por modelos empresariales insostenibles al apoyar artificialmente el poder de mercado de los beneficiarios»<sup>24</sup>.

En el delicado equilibrio entre la garantía de estabilidad de los mercados y sistemas financieros y la necesidad de evitar una distorsión relevante de la competencia, presente en todas las comunicaciones de la Comisión a que nos hemos referido en este trabajo, comienza a primar esta última, a medida que el riesgo de colapso de los mercados financieros se va haciendo más lejano.

Además, emergen nuevas preocupaciones, como la de que las ayudas recibidas puedan ser utilizadas para financiar adquisiciones de otras entidades. Por ello, la Comunicación impone que las ayudas se limiten a cubrir los costes necesarios para restablecer la viabilidad sin que puedan alcanzar una cuantía tal que puedan ser utilizadas para financiar actividades que distorsionen el mercado y no estén vinculadas al proceso de reestructuración, como ocurriría con las adquisiciones y acciones de otras empresas o nuevas inversiones con ayuda estatal, salvo que sea esencial para restablecer la viabilidad de una empresa.

La Comunicación concreta también el modo en que debe garantizarse la utilización de los propios recursos de la entidad beneficiaria antes de la recepción de cualquier ayuda. Esa contribución de la propia entidad pasa por la venta de sus activos y el sacrificio de quienes invirtieron en la entidad, sus accionistas. De forma coherente con estos principios, la entidad beneficiaria debe remunerar el capital recibido a partir de los beneficios que genere su propia actividad, sin que, por el contrario, puedan utilizarse las ayudas para el pago de dividendos y cupones sobre deuda subordinada pendiente.

Por último, la Comunicación insiste en alguno de los elementos presentes en las Comunicaciones anteriores, como, muy singularmente, el de que la evaluación de las ayudas recibidas se realizará tanto en términos absolutos como en relación con los activos del banco ponderados en función del riesgo (el porcentaje del 2% al que hemos aludido al comentar el contenido de la Comunicación sobre recapitalización) y la exigencia de limitaciones en el comportamiento de las entidades beneficiarias en aspectos tales como la contención a la expansión del banco en determinados negocios o zonas geográficas o la comentada prohibición de que las

---

24. Véase nota anterior, p. 14.

ayudas puedan ser aprovechadas para adquirir empresas competidoras durante un período equivalente hasta el final del período de reestructuración (al menos, tres años).

En cuanto al contenido y alcance de esa reestructuración, la misma puede consistir, con arreglo a la Comunicación de la Comisión, en la venta de la entidad en dificultades a otra entidad sana (a través de un proceso de compra abierto, transparente y público que evite todo privilegio o discriminación), o en la ejecución de un plan elaborado por la propia entidad y sin la participación de otra entidad diferente. En este último caso, el alcance del plan de reestructuración y las condiciones de remuneración de las ayudas pasan a tener la mayor importancia al objeto de evitar una relevante distorsión competitiva.

La Comunicación no resolvía, sin embargo, a mi juicio, uno de los problemas que se derivan de los planes de reestructuración y las ayudas públicas concedidas en atención a los mismos: el de sus efectos sobre la competencia más allá de las fronteras del Estado que concede las ayudas. Es una cuestión relevante por cuanto el supervisor de acogida no tendrá acceso probablemente a las condiciones y limitaciones a que se supeditó la concesión de las ayudas.

En cambio, la Comunicación sí presta gran atención a un tema cercano, como es la prohibición de que las ayudas se condicionen a que la actividad de la entidad beneficiaria se reduzca o desaparezca en el territorio de otro Estado. Se trata de evitar el serio riesgo de fragmentación del mercado bancario europeo.

En definitiva, la Comunicación de la Comisión sobre la recuperación de la viabilidad y la evaluación de las medidas de reestructuración en el sector financiero en la crisis actual con arreglo a las normas sobre ayudas estatales marca claramente el contenido de la reestructuración que deberán afrontar las entidades receptoras de las ayudas, además de su carácter temporal (con un máximo de cinco años), y, sobre todo, anticipa ya el modo y el plazo en que se producirá el retorno a una situación de normalidad en los mercados, previa devolución de las ayudas.

Quedaba así culminado el marco general al que deberían adaptarse las ayudas públicas que se concedieran a las entidades de crédito españolas y al que responde, a mi juicio, el Real Decreto-Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

#### **4 El Real Decreto-Ley 9/2009, de creación del FROB y sus criterios de aplicación**

No es objeto de este trabajo el análisis general del Real Decreto-Ley 9/2009, sino una reflexión respecto de sus relaciones con el marco europeo en materia de defensa de la competencia a que se ha hecho referencia en los apartados anteriores. No obstante, sí parece conveniente iniciar este apartado con una breve descripción de su contenido en los aspectos más cercanos a la materia que nos ocupa.

El Real Decreto-Ley 9/2009 contiene, en realidad, tres bloques normativos distintos: un primer bloque integrado por los preceptos dedicados a regular el nuevo Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria; un segundo bloque dedicado a los procesos de reestructuración de entidades de crédito, y un tercer bloque referido a las medidas de reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

El Real Decreto-Ley parte de las normas que, hasta el momento de su aprobación, habían constituido el marco jurídico aplicable a la resolución de las situaciones de crisis de las entidades de crédito en España. Ninguna de esas normas queda derogada como consecuencia de

la aprobación de esta nueva regulación. El FROB, creado por el Real Decreto-Ley, no pretende, en consecuencia, sustituir a los instrumentos anteriormente existentes y, en particular, a los Fondos de Garantía de las Entidades de Crédito, sino complementarlos, reforzando su potencialidad.

Desde el punto de vista del derecho de la competencia, no cabe duda de que los recursos proporcionados por el FROB a las entidades de crédito en dificultades habrán de ser calificados como ayuda de Estado, habida cuenta del origen principalmente público (presupuestario) de los fondos de que dispone.

Aunque parece ser que no ha sido esta la opinión de los servicios competentes de la Comisión Europea, mi opinión es la de que un razonamiento equivalente, aunque en sentido inverso, debería haber conducido a considerar que las aportaciones de los Fondos de Garantía de Depósitos no tienen el carácter de ayuda de Estado a los efectos del Tratado. El hecho de que, en origen, hubieran contribuido a la financiación de los fondos recursos de carácter público no parece argumento suficiente como para alterar esta conclusión.

Tal vez sea una cuestión sobre la que pueda resultar conveniente realizar alguna reflexión adicional. Si, precisamente, en estas semanas se debate internacionalmente el posible establecimiento de un mecanismo de garantía de depósitos a nivel europeo con funciones preventivas en el caso de crisis bancarias como alternativa a la necesidad de aportar recursos públicos, parecería lógico que el origen público o privado de los fondos que financian el rescate o el saneamiento de las entidades de crédito tuviera consecuencias diferenciadas desde el punto de vista de la aplicación de las normas sobre ayudas de Estado.

En todo caso, el Real Decreto-Ley 9/2009 ha tenido muy presentes las comunicaciones de la Comisión Europea a que se ha hecho referencia en los apartados anteriores de este trabajo. De hecho, a lo largo de su articulado, son numerosos los momentos en que su propia terminología recuerda a las de dichas comunicaciones.

Así, el propio título del Real Decreto-Ley sitúa en un primer término la nota de la reestructuración bancaria como uno de los fines básicos del FROB. La reestructuración prevista en el Real Decreto-Ley sigue de cerca las pautas marcadas por la última de las comunicaciones de la Comisión Europea a través del establecimiento de un plan en el caso de los procedimientos tramitados con arreglo a las previsiones de su Título I (Procesos de reestructuración de entidades de crédito). De hecho, tal y como aparece configurado el régimen aplicable a estos procesos, la aportación de recursos del FROB no podrá producirse de no existir un plan de reestructuración, ya sea el aprobado inicialmente por los propios órganos de la entidad beneficiaria o el elaborado por el FROB cuando hubiera sido designado administrador de la entidad.

Sin embargo, una lectura superficial del Título II podría llevar a la conclusión, errónea, de que este régimen, dedicado al reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, se aparta del esquema de la Comunicación de la Comisión Europea sobre reestructuraciones.

Sin embargo, si recordamos su contenido, dicha Comunicación y la exigencia de reestructuración que conlleva no resultan aplicables a las entidades fundamentalmente solventes, aunque hubieran recibido ayudas públicas, siéndoles exigible, en aplicación de la primera Comunicación de 13 de octubre de 2008, una reestructuración de «menor envergadura».

Esa reestructuración de «menor envergadura» podría consistir, siguiendo el tenor del Real Decreto-Ley, en una integración en la que participan varias entidades de crédito (nunca podría

una entidad aislada recibir recursos del FROB a través de esta vía) y que comporte una mejora de su eficiencia, la racionalización de su administración y gerencia, así como un redimensionamiento de su capacidad productiva.

La garantía de que no accedan a esta vía, menos exigente, entidades que no serían consideradas, en la terminología de las comunicaciones de la Comisión, fundamentalmente solventes se encuentra en lo dispuesto en el artículo 9.1 del Real Decreto-Ley 9/2009, cuando alude a que podrán emitir los títulos que permitirán la obtención de la financiación ofrecida por el FROB aquellas entidades de crédito residentes en España que no incurran en las circunstancias establecidas en el artículo 6 del propio Real Decreto-Ley. Es decir, que no presenten debilidades en su situación económico-financiera que, en función del desenvolvimiento de las condiciones de los mercados, pudieran poner en peligro su viabilidad y determinen la conveniencia de que acometa un proceso de reestructuración.

La alternativa queda configurada así en términos semejantes a los de las comunicaciones de la Comisión Europea: exigencia de reestructuración de gran envergadura (incluyendo, en el supuesto de intervención del FROB, la remoción de los administradores y otras medidas de considerable contundencia) para las entidades que afronten debilidades que pudieran afectar a su viabilidad —que no fueran, en consecuencia, fundamentalmente solventes— y de un plan de integración (una reestructuración de menor alcance) para las entidades que deseen mejorar sus recursos propios y que no se encuentren en esa situación de debilidad.

En la lógica del Real Decreto-Ley, la intensidad de la reestructuración prevista en el Título I y, sobre todo, en los supuestos en que se produce la intervención del FROB (es evidente que el Real Decreto-Ley está partiendo de la distinta naturaleza de los recursos aportados por los Fondos de Garantía de Depósitos y los del FROB desde el punto de vista de la normativa sobre ayudas públicas) hace que la única preocupación por la aplicación de las normas sobre competencia haga referencia al control de concentraciones propio de las fusiones y otras operaciones similares.

Sin embargo, en el supuesto de las integraciones del Título II del Real Decreto-Ley, que igualmente atribuyen el derecho a percibir ayudas del FROB, la preocupación por la protección de la competencia es mucho más intensa y se manifiesta en la literalidad de la norma, que se refiere expresamente a esta cuestión (artículo 9.1, párrafo 3.º).

La interrelación entre el Real Decreto-Ley y las comunicaciones europeas de continuada referencia aparece también en la letra a) del apartado 3 del artículo 9, relativo a los instrumentos financieros para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito. En este precepto se establece la exigencia de que «los términos y condiciones de la retribución de las participaciones preferentes tendrán en cuenta, en todo caso, los principios que se establezcan por la Comisión Europea».

También resulta tributario de las comunicaciones en la materia el carácter temporal que se atribuye a las ayudas percibidas por el FROB, estableciéndose un plazo de recompra de cinco años desde su desembolso, produciéndose su conversión en acciones, en cuotas participativas o en aportaciones sociales del emisor si, cumplido dicho plazo, o incluso antes en determinados supuestos, no se produce la recompra. No obstante, aquí se produce un matiz respecto de los plazos europeos, al establecerse la posibilidad de que el plazo de recompra de las participaciones pudiera prorrogarse por dos años más en circunstancias excepcionales.



La limitación temporal en la eficacia de las ayudas viene además complementada por el hecho de que la autorización de la Comisión Europea a este mecanismo de apoyo a los procesos de integración, a la que se hará referencia posteriormente, queda en principio limitada hasta el próximo 30 de junio de 2010. No obstante, se prevé la posibilidad de que el régimen se prorrogue más allá del 30 de junio de 2010, lo que deberá notificarse a la Comisión junto con el informe sobre su funcionamiento; esto, evidentemente, deja abierta la posibilidad de una ampliación del plazo.

No obstante la sensibilidad evidenciada por el Real Decreto-Ley 9/2009 hacia las cuestiones abordadas por las comunicaciones europeas aplicables a las ayudas públicas de recapitalización de las entidades de crédito, el verdadero reflejo de las directrices europeas en la materia se produce con la aprobación de los «criterios y condiciones a los que se ajustará la actuación del FROB en los procesos de integración de entidades de crédito previstos en el artículo 9 del Real Decreto-Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito».

Este documento, aprobado por la Comisión Rectora del FROB, nace con el propósito de asegurar que la actuación de reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito que acometan procesos de integración (y que son, sin duda, los más peligrosos desde el punto de vista de sus efectos sobre las condiciones de competencia) «se adecua a los principios de minimización del uso de recursos públicos y mitigación de eventuales distorsiones a la competencia, conforme a las directrices establecidas por la Comisión Europea».

De hecho, debe señalarse que la Comisión Europea aprobó el régimen español de recapitalización de entidades de crédito por entender que el mismo se atiene a sus comunicaciones de orientación relativas a las ayudas estatales destinadas a superar la crisis financiera<sup>25</sup>. Las condiciones a que quedó supeditada la autorización por parte de la Comisión Europea encuentran su reflejo en el documento sobre criterios y condiciones aprobado por la Comisión Rectora del FROB.

De partida, al definir a las entidades que podrían recibir las ayudas públicas para el reforzamiento de sus recursos propios, se acoge ya sin ambages la expresión de las comunicaciones europeas de «entidades de crédito fundamentalmente sólidas» y se establece un mecanismo para determinar qué entidades merecen tal consideración, y que no es otro que el previsto en la analizada Comunicación de la Comisión Europea de 5 de diciembre de 2008: estar en posesión de una evaluación de crédito A o superior con perspectiva estable o positiva de la entidad en cuestión emitida por una agencia de calificación externa elegible en los términos de la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo.

No basta, sin embargo, con el cumplimiento de este requisito. En términos que recuerdan las previsiones de la Comunicación sobre adquisición de activos deteriorados, el Banco de España pasa a convertirse en el garante de que no accedan a los fondos del FROB entidades que, sometiéndose a procesos de integración, presenten debilidades que pudieran poner en peligro su viabilidad.

Se añade a ello un criterio puramente funcional; si la ayuda solicitada sobrepasa el referido porcentaje del 2% de los activos ponderados por riesgo sin que dicha circunstancia obedezca a las consecuencias derivadas del propio proceso de integración (rebaja de la calificación

---

25. La nota de prensa sobre la decisión de autorizar las ayudas fue publicada en Bruselas el 28 de enero de 2010 con la referencia IP/10/70.



crediticia o modificación de sus perspectivas, costes derivados de la desinversión de instalaciones duplicadas, del rediseño de los modelos de negocio o por pérdidas de eficiencia asociadas a la ejecución del proceso de integración, etc.), la situación de las entidades solicitantes merecerá un tratamiento más exigente, concretado en el capítulo III del documento sobre criterios y condiciones del apoyo del FROB.

Este régimen especial, aplicable a los procesos de reforzamiento de recursos propios de entidades fundamentalmente sólidas que presenten mayores necesidades de recapitalización (es decir, que soliciten ayudas en un porcentaje superior al 2% de sus activos ponderados por riesgo) o que presenten debilidades que hagan aconsejable que se sometan a un proceso de reestructuración más ambicioso, implica la exigencia de desinversiones que comporten, al menos, un 10% de su capacidad.

A ello se añaden varios compromisos: el de no aumentar el número de sucursales en España; el de no repartir dividendos (bancos) o no acordar dotaciones a la obra social para proyectos nuevos (cajas), y el de mantener la ratio de productividad del personal durante los cinco años siguientes. Ello, al margen de las limitaciones habituales en cuanto al comportamiento estratégico y comercial de la entidad beneficiaria de las ayudas.

Cuando el análisis realizado por el Banco de España permita afirmar que las entidades participantes en un proceso de integración no presentan debilidades que pudieran afectar a su futura viabilidad y no hayan solicitado ayudas por un importe superior al 2% de sus activos totales ponderados por riesgo, el FROB comunicará a la Comisión Europea el resultado de su evaluación preliminar, las características más relevantes del proceso de integración, el importe del apoyo solicitado y las condiciones de emisión de las participaciones preferentes en que se materializaría. Además de lo anterior, el FROB informará semestralmente a la Comisión Europea sobre la aplicación del régimen contenido en el Real Decreto-Ley 3/2009.

En los supuestos en que resulte aplicable el régimen especial previsto para las entidades que soliciten ayudas en porcentaje superior al 2% de los activos ponderados por riesgo o presenten debilidades que hagan conveniente una reestructuración ambiciosa, la comunicación a la Comisión Europea se realizará caso a caso, notificando de forma simultánea las condiciones de la operación de suscripción de las participaciones preferentes y el detalle del plan de integración de la entidad, alineado con las reglas contenidas en la Comunicación de la Comisión Europea sobre evaluación de las medidas de reestructuración del sector financiero de 23 de julio de 2009 (la última de las comunicaciones de referencia).

Al margen de estos dos procedimientos aplicables a las entidades fundamentalmente solventes, se encuentran los supuestos en que el FROB suscriba títulos de entidades que no reúnan dicha condición. En estos casos, la reestructuración exigida es más intensa y pasa por una reducción del 20% de la capacidad instalada, una limitación del crecimiento del balance de las entidades que participen en el proceso de integración y restricciones a la remuneración de los instrumentos híbridos pendientes.

En todo caso, se dictan normas específicas sobre las características de los títulos a suscribir por el FROB y su remuneración. Dejando al margen las características más conocidas, por venir determinadas por el Real Decreto-Ley 9/2009, se establece la exigencia de que las participaciones preferentes que vaya a suscribir el Fondo en apoyo de un proceso de integración tengan una remuneración que deberá ser, como mínimo, la menor de las siguientes:

- a) 7,75 % anual, o

- b) la rentabilidad de los bonos emitidos por el Banco de España con vencimiento a 5 años más un diferencial de 500 puntos básicos.

Esta remuneración se incrementará en 15 puntos básicos cada aniversario desde la suscripción de los valores en cuestión.

Como vemos, la limitación en el volumen de las ayudas concedidas, las limitaciones que llevan aparejadas y las condiciones financieras que se establecen en estos criterios y condiciones de actuación del FROB en su apoyo a los procesos de integración evidencian hasta qué punto se han interiorizado en el ordenamiento español los criterios sucesivamente establecidos por la Comisión Europea para la evaluación de las ayudas públicas de recapitalización al sector financiero con el objetivo de minimizar sus efectos potencialmente distorsionadores de la competencia.

De hecho, el documento aprobado por la Comisión Rectora del FROB contiene una norma novena íntegramente dedicada a establecer salvaguardias a la distorsión de la competencia en materias tan sensibles como la aprobación de planes de expansión, las políticas comerciales, y las políticas retributivas y de dividendos. Estas medidas se hacen todavía más intensas cuando las ayudas solicitadas superan el 2% de los activos ponderados por riesgo.

Todo ello ha sido considerado favorablemente por la Comisión, que ha declarado que «El efecto distorsionador de las recapitalizaciones será minimizado por varias condiciones de remuneración, incluidas cláusulas de compensación fijas y una remuneración ligada a los beneficios».

**5 El Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril: un nuevo régimen jurídico para los sistemas institucionales de protección (SIP)**

Al tiempo de entregar este trabajo se ha producido la publicación en el BOE y la entrada en vigor del Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, de Medidas para el Impulso de la Recuperación Económica y el Empleo.

A la espera de su convalidación, el Real Decreto-Ley contiene un capítulo (el VI) dedicado a «Medidas del Sector Financiero», entre las que destaca un precepto dedicado al régimen jurídico de los sistemas institucionales de protección y una modificación del Real Decreto-Ley 9/2009.

Este nuevo régimen jurídico de los SIP viene a dotar de seguridad jurídica y regulación propia a una figura clave en la reestructuración del sistema financiero español y que, hasta la aprobación del Real Decreto-Ley, carecía prácticamente de una regulación sustantiva, a excepción de los breves preceptos que dedica a sus efectos la normativa sobre recursos propios de las entidades de crédito.

El nuevo régimen de los SIP sale decididamente al paso del riesgo de que se constituyeran SIP que implicasen acuerdos transitorios o de escasa relevancia para las entidades participantes y que les permitiesen el acceso a la financiación procedente del FROB.

A diferencia de lo que sucede en el caso de una fusión, los contornos de un SIP eran, antes de esta modificación, muy imprecisos, pudiendo acoger una amplia heterogeneidad de supuestos.

Para evitarlo, se piensa en un diseño institucional que dote a la estructura del SIP de personalidad jurídica diferenciada, del régimen jurídico propio de las entidades de crédito (bancos), de potestades y funciones muy relevantes y, por encima de todo, de una clara voluntad de perdurar en el tiempo.

Con esta regulación trata de garantizarse, a mi juicio, que también los SIP constituyan mecanismos eficaces para la necesaria reestructuración del sistema financiero español, del mismo modo que sucede con las fusiones de las entidades de crédito.

De este modo, se atemperarán también los riesgos de distorsión competitiva que podrían derivarse de acuerdos contractuales que, por no contener un compromiso mutuo de solvencia y liquidez, la puesta en común de negocios o resultados, o por tener un carácter meramente temporal, no conllevarían necesariamente la reestructuración exigida por las comunicaciones de la Comisión Europea.

El régimen jurídico diseñado aboca a una reestructuración relevante de las entidades participantes en el SIP. Esto, aunque no elimina totalmente el riesgo de distorsión competitiva, sí trata de reducirlo en lo posible, lo que debe valorarse positivamente.

## **6 Conclusión**

Desde el 13 octubre de 2008 hasta el 23 de julio de 2009 la Comisión Europea aprobó cuatro comunicaciones tendentes a guiar la aplicación de la normativa sobre competencia en un entorno económico excepcionalmente difícil y bajo el amparo de un fundamento jurídico novedoso, como era el del (entonces) artículo 87.3.b) del Tratado.

Se trató de unos criterios adoptados con el objetivo de dar respuesta a la doble exigencia de las autoridades políticas de la Unión Europea, que reclamaron a la Comisión Europea, ya desde los Consejos de octubre de 2008, una aplicación rápida y flexible de las normas europeas de la competencia en relación con los mecanismos de apoyo establecidos a favor de los sistemas y entidades financieros en Europa.

A lo largo de esos meses, y hasta que las cuatro comunicaciones fueron finalmente aprobadas, las ayudas concedidas por los Estados a sus sistemas y entidades de crédito fueron heterogéneas en sus condiciones, provocando una distorsión relevante de las condiciones de competencia en el mercado interior de servicios financieros en Europa.

El régimen de apoyo a las entidades de crédito establecido en el Real Decreto-Ley 9/2009 y, en particular, la concesión de ayudas instrumentadas mediante la adquisición de participaciones preferentes por parte del FROB están sujetos a importantes limitaciones y condicionalidades, que, en última instancia, tienen su origen en las comunicaciones dictadas por la Comisión Europea entre octubre del año 2008 y julio del año 2009.

Al haberse producido la aprobación del Real Decreto-Ley y, sobre todo, al realizarse su aplicación efectiva en un momento posterior a la publicación de tales comunicaciones, las ayudas habrán de sujetarse a las obligaciones impuestas por las mismas, lo que, como acaba de señalarse, no ha sucedido en el caso de algunos de los mecanismos aprobados e implementados por otros Estados europeos, anteriores a la aprobación de algunas de las comunicaciones relevantes de la Comisión Europea.

Los criterios y condiciones aprobados por la Comisión Rectora del FROB para guiar su actuación en los procesos de integración de las entidades de crédito previstos en el Título II del Real Decreto-Ley, por un lado, son respetuosos con las reglas establecidas en las comunicaciones europeas de continuada cita y, por otro, tenderán a minimizar los impactos sobre las condiciones de competencia en el mercado bancario español que pudieran derivarse de los procesos de integración apoyados con fondos públicos.

Estos procesos, al no requerir una reestructuración de gran envergadura, son, sin duda, los más peligrosos desde el punto de vista de las posibles distorsiones de la competencia, lo que

obligará a las autoridades bancarias y de competencia a prestarles la mayor atención, siempre bajo la atenta mirada de la Comisión Europea, que tendrá la última palabra en estos procesos.

En este sentido, la modificación operada en el Real Decreto-Ley 9/2009 a través del Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, al concretar el régimen jurídico y los requisitos que deben cumplir los sistemas institucionales de protección, representa una aportación positiva para limitar la potencial distorsión competitiva que podría derivarse de la aportación de fondos del FROB a entidades organizadas en la forma de un sistema institucional de protección.

Todo ello a la espera de que, como resultado de estos procesos de reestructuración e integración de las entidades de crédito, se produzca la activación de la otra rama del derecho de la competencia: el control de concentraciones, en el que, salvo la existencia de una afectación en varios Estados de la Unión Europea, el protagonismo pasa a corresponder a las autoridades nacionales de competencia.

## ARTÍCULOS PUBLICADOS EN ESTABILIDAD FINANCIERA

### Número 1 – septiembre 2001

Labor reciente del Comité de Basilea no relacionada con el capital,  
*Danièle Nouy*

Las recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea,  
*Raimundo Poveda Anadón*

Introducción al Pilar 1 de Basilea II,  
*Fernando Vargas*

El Proceso de Revisión Supervisora en las propuestas del Comité de Basilea,  
*Joaquín Gutiérrez García*

Entidades de crédito: transparencia y disciplina de mercado,  
*Anselmo Díaz*

El proceso de revisión de capital en la Unión Europea,  
*Cristina Iglesias-Sarria*

Basilea II: efectos sobre la práctica supervisora,  
*José María Lamamié de Clairac y Francisco Gil Almansa*

El coeficiente de solvencia de las entidades de crédito españolas,  
*Pilar Álvarez Canal*

Capital regulatorio y capital económico: el efecto de la calidad crediticia y del ajuste por vencimiento,  
*Gregorio Moral, Carlos Corcóstegui y Raúl García*

Modelos factoriales de riesgo de crédito: el modelo de Basilea II y sus implicaciones,  
*Carlos Trucharte Artigas y Antonio Marcelo Antuña*

### Número 2 – marzo 2002

Basilea 2: Desarrollos desde la publicación del papel consultivo de enero de 2001,  
*Cristina Iglesias-Sarria y Fernando Vargas*

Capital regulatorio y capital económico: prociclicidad del Nuevo Acuerdo de Capital y análisis de escenarios de crisis,  
*Luis González Mosquera*

Los determinantes del excedente de recursos propios de las entidades españolas,  
*Juan Ayuso, Daniel Pérez y Jesús Saurina*

Dinámica temporal de diferentes definiciones de impago,  
*José Ramón Martínez Resano*

Un sistema de clasificación (*rating*) de acreditados,  
*Carlos Trucharte Artigas y Antonio Marcelo Antuña*

Tratamiento contable de los instrumentos financieros,  
*Anselmo Díaz*

Supervisión del riesgo de liquidez,  
*Bernardo Orsikowsky*

Riesgos en la compensación y liquidación transfronteriza de valores,  
*M.ª Nieves García-Santos*

### Número 3 – noviembre 2002

Indicadores adelantados de crisis y su papel en el análisis económico,  
*Santiago Fernández de Lis y Alicia García Herrero*

Los derivados de crédito,  
*Jorge Pérez Ramírez*

Incorporación de la tecnología de la información a la actividad bancaria en España: la banca por Internet,  
*Javier Delgado y María Jesús Nieto*

Las pequeñas y medianas empresas en el sistema crediticio español y su tratamiento según Basilea II,  
*Jesús Saurina Salas y Carlos Trucharte Artigas*

Estimación de la severidad de una cartera de préstamos hipotecarios,  
*Gregorio Moral Turiel y Raúl García Baena*

Los sistemas de garantía de depósitos como promotores de la estabilidad financiera,  
*Luis Javier García Macarrón*

#### Número 4 – mayo 2003

El marco general de la validación de procedimientos internos en Basilea II: el enfoque IRB,  
*Fernando Vargas*

Ciclo económico y capital regulatorio: evidencia en un sistema de clasificación de acreditados,  
*Carlos Corcóstegui, Luis González Mosquera, Antonio Marcelo y Carlos Trucharte*

Basilea II y la gestión de las entidades financieras: consideraciones estratégicas,  
*Manuel A. Méndez*

La nueva regulación de los conglomerados financieros: cuestiones fundamentales,  
*José Manuel Gómez de Miguel*

El gobierno de las empresas desde la perspectiva del análisis económico,  
*María Gutiérrez*

Notas sobre la arquitectura de la regulación, supervisión y estabilidad financiera en Europa,  
*María Jesús Nieto y Juan M.ª Peñalosa*

#### Número 5 – noviembre 2003

Algunas claves sobre la contabilidad europea: el nuevo proceso regulador y las nuevas normas,  
*Begoña Giner Inchausti*

La contribución de los sistemas de pagos a la estabilidad financiera. El caso español,  
*Susana Núñez y María Luisa Leyva*

Basilea II: tercer documento consultivo y últimos avances,  
*Lnette Field*

El estudio del impacto cuantitativo en España de la propuesta (CP3) de Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea,  
*Cecilia Lozano*

Basilea II: un análisis de los cambios en el enfoque IRB,  
*Jesús Saurina y Carlos Trucharte*

Inversión en el sector financiero de los países emergentes: posibles riesgos y su gestión,  
*Sonsoles Gallego, Alicia García Herrero y Cristina Luna*

El gobierno de la empresa bancaria desde la regulación,  
*Vicente Salas Fumás*

De la función de riesgos: una aproximación a los riesgos del balance,  
*Juan Andrés Yanes y Jesús M. Tarriba Unger*

Especialización crediticia y resultados en la banca europea,  
*Javier Delgado, Daniel Pérez y Vicente Salas*

#### Número 6 – mayo 2004

Indicadores de estabilidad financiera (FSI). Origen, aspectos metodológicos y elaboración para las entidades de depósito españolas,  
*Cristina Luna*

Las pruebas de estrés en los programas de evaluación del sistema financiero,  
*Roberto Blanco Escolar y Alicia García Herrero*

Margen de intermediación de las entidades de depósito,  
*José Cebrián Carrasco*

Implicaciones de Basilea II para América Latina,  
*Andrew Powell*

Perspectivas de rentabilidad de la banca por Internet en Europa,  
*Javier Delgado, Ignacio Hernando y María Jesús Nieto*

Análisis institucional y económico de la nueva Ley Concursal,  
*Esteban van Hemmen Almazor*

**Número 7 – noviembre 2004**

El Nuevo Acuerdo de Capital «Basilea II» y su transposición europea: el proceso y la implementación,  
*Cristina Iglesias-Sarria y Fernando Vargas*

Las Centrales de Riesgos: una herramienta para Basilea II,  
*Carlos Trucharte*

Validación de enfoques IRB para el cálculo del capital mínimo por riesgo de crédito,  
*Gregorio Moral*

Activos financieros en el exterior e indicadores de riesgo,  
*Raquel Lago y Jesús Saurina*

Enfoque regulatorio en un mundo de riesgo no-cero,  
*Joseph Eyre*

Capital regulatorio y capital económico: un análisis de sus determinantes,  
*Abel Elizalde y Rafael Repullo*

Indicadores de riesgo a partir de los resultados contables de las empresas,  
*Sonia Ruano y Vicente Salas*

**Número 8 – mayo 2005**

La perspectiva económica en las normas de información financiera,  
*Jorge Pérez Ramírez*

El Banco de España y la vigilancia de los sistemas de pago,  
*Banco de España*

Evolución en España de las tarjetas como medio de pago (1996-2004),  
*Departamento de Sistemas de Pago del Banco de España*

XBRL, una herramienta para la transparencia y reducción de la carga informativa.  
Los trabajos de la Asociación XBRL España,  
*Manuel Ortega*

La evolución del sistema bancario español desde la perspectiva de los Fondos de Garantía de Depósitos,  
*Isidro Fainé Casas*

Análisis de la dispersión de los tipos de interés de los préstamos y depósitos bancarios,  
*Alfredo Martín Oliver, Vicente Salas Fumás y Jesús Saurina*

Prociclicidad, volatilidad financiera y Basilea II,  
*Emiliano González Mota*

El tratamiento del riesgo operacional en Basilea II,  
*M.ª Ángeles Nieto Giménez-Montesinos*

**Número 9 – noviembre 2005**

El FSAP, un instrumento para la estabilidad y el desarrollo,  
*Ignacio Garrido*

Aspectos críticos en la implantación y validación de modelos internos de riesgo de crédito,  
*Raúl García Baena, Luis González Mosquera y María Oroz García*

Las implicaciones de Solvencia II en el sector asegurador español,  
*Ricardo Lozano Aragüés*

Cooperación en materia de supervisión en la Unión Europea y el papel del Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS),  
*Linette Field*

*Hedge funds* y riesgo sistémico: una primera aproximación,  
*M.ª Nieves García Santos*

**Número 10 – mayo 2006**

Ciclo crediticio, riesgo de crédito y regulación prudencial,  
*Gabriel Jiménez y Jesús Saurina*

Un modelo de análisis del riesgo de crédito y su aplicación para realizar una prueba de estrés del sistema financiero mexicano,  
*Javier Márquez Díez-Canedo y Fabricio López-Gallo*

Estimaciones de la EAD para contratos con límites de crédito explícito,  
*Gregorio Moral*

La posición relativa de la banca española en el contexto europeo,  
*Luis Gutiérrez de Rozas*

El gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores cotizados en mercados oficiales. Un resumen del Informe Anual del ejercicio 2004,  
*Paulino García Suárez*

#### Número 11 – noviembre 2006

Funciones y objetivos del Comité de Estabilidad Financiera (CESFI)  
*David Vegara*

La responsabilidad de los administradores y directivos de las entidades de crédito  
*Jaime Herrero*

Evaluación de las metodologías para medir el valor en riesgo  
*Clara I. González y Ricardo Gimeno*

Medición efectiva del riesgo operacional  
*Santiago Carrillo Menéndez y Alberto Suárez*

La aversión al riesgo en el mercado español de renta variable  
*Carlos L. Aparicio Roqueiro*

Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero  
*Ramiro Losada López*

#### Número 12 – mayo 2007

La supervisión financiera: situación actual y temas para debate  
*Gonzalo Gil y Julio Segura*

MiFID: un nuevo marco de competencia para los mercados de valores  
*M.ª Nieves García Santos*

Las tarjetas de pago ante el proyecto SEPA: algunas reflexiones  
*Sergio Gorjón Rivas*

Un nuevo marco de seguro de depósitos para España  
*Pablo Campos, Miguel Yagüe e Iker Chinchetru*

El proceso de acumulación de reservas de divisas: posibles riesgos para la estabilidad financiera internacional  
*Enrique Alberola Ila y Santiago Fernández de Lis*

Determinantes microeconómicos de la morosidad de la deuda bancaria en las empresas no financieras españolas  
*Sonia Ruano Pardo*

La especialización de las entidades de depósito en el crédito a las empresas no financieras  
*Javier Delgado*

#### Número 13 – noviembre 2007

Algunas cuestiones relevantes en el proceso internacional de convergencia contable: IASB vs. FASB  
*Carlos José Rodríguez García y Alejandra Bernad Herrera*

La evolución de las operaciones de *Leveraged Buy Out* y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera  
*María-Cruz Manzano*

El número de relaciones bancarias de empresas e individuos en España: 1984-2006  
*Gabriel Jiménez, Jesús Saurina y Robert Townsend*

Dimensiones de la competencia en la industria bancaria de la Unión Europea  
*Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández*

El proceso de apertura del sector bancario chino y el papel de la banca extranjera. Situación y perspectivas  
*Daniel Santabárbara García*

La bancarización en Latinoamérica. Un desafío para los grupos bancarios españoles  
*José María Ruiz*

#### Número 14 – mayo 2008

Regulación e innovación en la reciente crisis financiera  
*Jaime Caruana*

The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations  
*Claudio Borio*



Los déficits estructurales de liquidez y las tensiones en los mercados monetarios  
*Javier Alonso*

Anatomy of a modern credit crisis  
*Ángel Ubide*

La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial  
*Eva Catarineu y Daniel Pérez*

Comparación histórica de episodios de turbulencias financieras globales  
*Pedro del Río*

De los modelos de banca y la función de riesgos  
*Francisco Sánchez Ferrero y Juan Andrés Yanes Luciani*

Understanding credit derivatives  
*Abel Elizalde and Alberto Gallo*

#### Número 15 – noviembre 2008

El papel del modelo de «originar para distribuir» en la crisis financiera de 2007  
*José María Roldán*

La banca española ante la actual crisis financiera  
*José Antonio Álvarez*

La crisis de liquidez de 2007: hacia un nuevo modelo de industria financiera  
*Manuel González Cid*

Algunas implicaciones de la crisis financiera sobre la banca minorista española  
*Santiago Fernández de Lis y Alfonso García Mora*

La nueva circular sobre solvencia de las entidades de crédito: contenido e impacto sobre la labor supervisora del Banco de España  
*Fernando Vargas y José María Lamamié*

Estrategias de expansión de las entidades de depósito españolas. Una primera aproximación descriptiva  
*Javier Delgado, Jesús Saurina y Robert Townsend*

Finanzas islámicas: desarrollo reciente y oportunidades  
*Alicia García-Herrero, Carola Moreno y Juan Solé*

#### Número 16 – mayo 2009

Procyclicality and financial regulation  
*Charles Goodhart*

El carácter procíclico del sistema financiero  
*Jordi Gual*

El informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE - «el informe Larosière»  
*Linette Field, Daniel Pérez y José Pérez*

El impacto de la circular de solvencia en las entidades financieras  
*Enrique Martín Barragán y Ángel Berges*

Las prácticas de gobierno corporativo de las entidades bancarias cotizadas en España 2004-2007. Análisis comparado con el Mercado Continuo  
*Rafael Crespi y Bartolomé Pascual*

Formalismo judicial, control e incentivos en el concurso de acreedores  
*Estaban van Hemmen*

#### Número 17 – noviembre 2009

Loan loss provisions in Spain. A working macroprudential tool  
*Jesús Saurina*

Utilización de los sistemas IRB para el cálculo de provisiones anticíclicas  
*Juan Serrano*

Can we enhance financial stability on a foundation of weak financial supervision?  
*John Palmer*

Los instrumentos híbridos en los recursos propios de las entidades financieras: naturaleza y cambios tras la crisis financiera  
*José Manuel Marqués Sevillano y Alicia Sanchis Arellano*

¿Qué queda de la agenda «Legislar mejor»?  
*Isabel Argimón*

La estructura del mercado interbancario y del riesgo de contagio en Colombia  
*Dairo Estrada y Paola Morales*

**Número 18 – mayo 2010**

Entidades financieras sistémicas: discusión de posibles medidas  
*Cristina Iglesias-Sarria y Fernando Vargas*

Burden sharing for cross-border banks  
*Dirk Schoenmaker*

Central bank independence and financial stability  
*Rosa M.ª Lastra*

Las nuevas propuestas de Basilea en materia de riesgo de liquidez: de un enfoque cualitativo a un enfoque cuantitativo  
*Beatriz M.ª Domingo Ortuño*

Crisis financiera, mecanismos de apoyo a las entidades de crédito en dificultades y derecho de la competencia  
*Francisco Uría*

## ARTÍCULOS PUBLICADOS EN NOTAS DE ESTABILIDAD FINANCIERA

- Número 1 – marzo 2002**  
La provisión para insolvencias en las entidades de crédito. Presente, futuro y pasado  
*Rafael Prado*
- Número 2 – noviembre 2002**  
Debida diligencia con la clientela de los bancos  
*Comité de Supervisión Bancaria de Basilea*  
  
Las Cuarenta Recomendaciones  
*Grupo de Acción Financiera sobre el Blanqueo de Capitales*  
  
Directrices globales para la prevención del blanqueo de capitales en actividades de banca privada  
*Grupo Wolfsberg*  
  
El sistema financiero y el blanqueo de capitales  
*Ignacio Palicio Díaz-Faes*
- Número 3 – julio 2003**  
El modelo contable IASB. Análisis comparativo con la normativa de las entidades de crédito españolas  
*Jorge Pérez Ramírez*  
  
Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo. La estrategia de la UE en materia de información financiera: el camino a seguir  
  
Reglamento de aplicación de las IAS en la UE, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de Normas Internacionales de Contabilidad  
  
Mejora de la transparencia bancaria. Información pública e información supervisora para fomentar sistemas bancarios sólidos y seguros  
*Comité de Supervisión Bancaria de Basilea*  
  
Grupo de Trabajo Multidisciplinar para mejorar la Información Difundida
- Número 4 – mayo 2006**  
Impacto de la Circular Contable 4/2004 sobre el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de las entidades de depósito españolas  
*Daniel Pérez*
- Número 5 – diciembre 2006**  
El programa de evaluación del sector financiero del Fondo Monetario Internacional/Banco Mundial  
*Tomás J. T. Baliño*  
  
Preparación del FSAP en el Banco de España  
*Ignacio Garrido Sánchez*  
  
Evaluación del cumplimiento de los «Principios básicos para una supervisión bancaria efectiva»  
*Antonio Pancorbo de Rato*  
  
Transparencia en la supervisión bancaria española  
*Andrés García de la Riva*  
  
Evaluación del cumplimiento de estándares para sistemas de pago: principios básicos y transparencia de la vigilancia  
*Carlos Conesa Lareo*  
  
Análisis cuantitativo a través de las pruebas de resistencia  
*Roberto Blanco, Adolfo Rodríguez, Juan M. Ruiz y Carlos Trucharte*  
  
Normativa prudencial y estabilidad del sistema bancario español  
*Alfredo Martín Oliver y Jesús Saurina*  
  
Reflexiones finales sobre el Banco de España y el FSAP  
*José Viñals*



## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

### PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)  
Estabilidad Financiera (semestral)  
Informe Anual (ediciones en español e inglés)  
Informe de Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)  
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)  
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria de la Central de Información de Riesgos (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)  
Mercado de Deuda Pública (anual)

### NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo  
Notas de Estabilidad Financiera

### ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.ª TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

**Nota:** La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

## ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.<sup>a</sup> GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).
- 51 JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ: ¿Puede haber deflaciones asociadas a aumentos de la productividad? Análisis de los precios y de la producción en España entre 1868 y 1914 (2007).
- 52 CECILIA FONT DE VILLANUEVA: La estabilización monetaria de 1680-1686. Pensamiento y política económica (2008).
- 53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0910 ALICIA GARCÍA-HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: What explains the low profitability of Chinese banks?
- 0911 JAVIER MENCIA: Assessing the risk-return trade-off in loans portfolios.
- 0912 MÁXIMO CAMACHO Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Ñ-STING: España Short Term Indicator of Growth.
- 0913 RAQUEL VEGAS, ISABEL ARGIMÓN, MARTA BOTELLA Y CLARA I. GONZÁLEZ: Retirement behaviour and retirement incentives in Spain.
- 0914 FEDERICO CINGANO, MARCO LEONARDI, JULIÁN MESSINA Y GIOVANNI PICA: The effect of employment protection legislation and financial market imperfections on investment: Evidence from a firm-level panel of EU countries.
- 0915 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: Cash, access to credit, and value creation in M&As.
- 0916 MARGARITA RUBIO: Housing market heterogeneity in a monetary union.
- 0917 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: High-Growth Recoveries, Inventories and the Great Moderation.
- 0918 KAI CHRISTOFFEL, JAMES COSTAIN, GREGORY DE WALQUE, KEITH KUESTER, TOBIAS LINZERT, STEPHEN MILLARD Y OLIVIER PIERRARD: Wage, inflation and employment dynamics with labour market matching.
- 0919 JESÚS VÁZQUEZ, RAMÓN MARÍA-DOLORES Y JUAN-MIGUEL LONDOÑO: On the informational role of term structure in the US monetary policy rule.
- 0920 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA Y SERGIO PUENTE: What makes a high-growth firm? A probit analysis using Spanish firm-level data.
- 0921 FABIO CANOVA, MATTEO CICCARELLI Y EVA ORTEGA: Do institutional changes affect business cycles? Evidence from Europe.
- 0922 GALO NUÑO: Technology, convergence and business cycles.
- 0923 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ: The relationship between public and private saving in Spain: Does Ricardian equivalence hold?
- 0924 GONZALO FERNÁNDEZ-DE-CÓRDOBA, JAVIER J. PÉREZ Y JOSÉ L. TORRES: Public and private sector wages interactions in a general equilibrium model.

- 0925 ÁNGEL ESTRADA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: R&D investment and endogenous growth: a SVAR approach.
- 0926 JUANA ALEDO, FERNANDO GARCÍA-MARTÍNEZ Y JUAN M. MARÍN DIAZARAQUE: Firm-specific factors influencing the selection of accounting options provided by the IFRS: Empirical evidence from Spanish market.
- 0927 JAVIER ANDRÉS, SAMUEL HURTADO, EVA ORTEGA Y CARLOS THOMAS: Spain in the euro: a general equilibrium analysis.
- 0928 MAX GILLMAN Y ANTON NAKOV: Monetary effects on nominal oil prices.
- 0929 JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Distributional tests in multivariate dynamic models with Normal and Student *t* innovations.
- 0930 JOAN PAREDES, PABLO BURRIEL, FRANCISCO DE CASTRO, DANIEL GARROTE, ESTHER GORDO Y JAVIER J. PÉREZ: Fiscal policy shocks in the euro area and the US: an empirical assessment.
- 0931 TERESA LEAL, DIEGO J. PEDREGAL Y JAVIER J. PÉREZ: Short-term monitoring of the Spanish Government balance with mixed-frequencies models.
- 0932 ANTON NAKOV Y GALO NUÑO: *Oi/gopoly*: a general equilibrium model of the oil-macroeconomy nexus.
- 0933 TERESA LEAL Y JAVIER J. PÉREZ: Análisis de las desviaciones presupuestarias aplicado al caso del presupuesto del Estado.
- 0934 JAVIER J. PÉREZ Y A. JESÚS SÁNCHEZ: Is there a signalling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data.
- 0935 JOAN PAREDES, DIEGO J. PEDREGAL Y JAVIER J. PÉREZ: A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information.
- 1001 JAVIER ANDRÉS, ÓSCAR ARCE Y CARLOS THOMAS: Banking competition, collateral constraints and optimal monetary policy.
- 1002 CRISTINA BARCELÓ Y ERNESTO VILLANUEVA: The response of household wealth to the risk of losing the job: evidence from differences in firing costs.
- 1003 ALEXANDER KARAVANOV, SONIA RUANO, JESÚS SAURINA Y ROBERT TOWNSEND: No bank, one bank, several banks: does it matter for investment?
- 1004 GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: Asymmetric standing facilities: an unexploited monetary policy tool.
- 1005 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: How does competition impact bank risk-taking?
- 1006 GIUSEPPE BERTOLA, AURELIJUS DABUSINSKAS, MARCO HOEBERICHTS, MARIO IZQUIERDO, CLAUDIA KWAPIL, JEREMI MONTORNÈS Y DANIEL RADOWSKI: Price, wage and employment response to shocks: evidence from the WDN Survey.
- 1007 JAVIER MENCÍA: Testing non linear dependence in the Hedge Fund industry.
- 1008 ALFREDO MARTÍN-OLIVER: From proximity to distant banking: Spanish banks in the EMU.
- 1009 GALO NUÑO: Optimal research and development expenditure: a general equilibrium approach.
- 1010 LUIS J. ÁLVAREZ Y PABLO BURRIEL: Is a Calvo price setting model consistent with micro price data?
- 1011 JENS HAGENDORFF, IGNACIO HERNANDO, MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: What do premiums paid for bank M&As reflect? The case of the European Union.
- 1012 DAVID DE ANTONIO LIEDO: General Equilibrium Restrictions for Dynamic Factor Models.
- 1013 JAMES COSTAIN, JUAN F. JIMENO Y CARLOS THOMAS: Employment fluctuations in a dual labor market.

## DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.ª VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de la finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.
- 0904 LUIS J. ÁLVAREZ, SAMUEL HURTADO, ISABEL SÁNCHEZ Y CARLOS THOMAS: The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation.
- 0905 CORAL GARCÍA, ESTHER GORDO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN Y PATROCINIO TELLO: Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española.
- 1001 L. J. ÁLVAREZ, G. BULLIGAN, A. CABRERO, L. FERRARA Y H. STAHL: Housing cycles in the major euro area countries.

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). € 6,25.  
BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.  
TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.  
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Eds.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (\*\*\*)  
VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.  
BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.  
PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.  
TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.  
VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.  
BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.  
BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.  
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)  
NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.  
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (\*). (Ediciones en español e inglés.)  
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.  
BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)  
BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (\*\*\*\*).  
SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21<sup>st</sup> century (2006). Ejemplar gratuito.

## Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web<sup>2</sup>)  
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)  
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>3</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>4</sup>  
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)  
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

## Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).  
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).  
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).  
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).  
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).  
UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.  
LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual  
Boletín Mensual  
Otras publicaciones

**1.** Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (\*), (\*\*), (\*\*\*) o (\*\*\*\*), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. **2.** Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. **3.** Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. **4.** Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

<b>BANCO DE ESPAÑA</b> Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
---------------------------------------	---