

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO. UNA VALORACIÓN CRÍTICA

Francisco José LEÓN SANZ*

SUMARIO: I. Introducción. II. Referencia a las bases de la regulación de 1933 y 1934. III. Las críticas a la regulación de 1933/34 y los cambios en la concepción de la regulación de los mercados financieros. IV. La reforma del sistema financiero a raíz de la crisis de 2007/2008. 1. El reforzamiento del marco institucional. 2. La reforma del sector bancario. 3. Las reformas en materia de estructura de organización y gestión, en particular, en materia de remuneración. V. Cuestiones críticas de las reformas adoptadas. 1. Los problemas de legitimación del marco institucional. 2. El alcance de las exigencias de capital en función de los activos ponderados por riesgo como principio básico de la regulación bancaria. 3. Referencia al fundamento de las reformas sobre gobierno corporativo. VI. Consideración final.

I. INTRODUCCIÓN

DURANTE los últimos diez años se han producido importantes reformas que afectan a los mercados financieros, a las entidades de crédito y a las sociedades cotizadas, tanto a nivel internacional como europeo. Pese al esfuerzo realizado, todavía quedan importantes cuestiones pendientes, en particular, en el caso de la Unión Europea.

Las reformas que se han introducido se dirigen a resolver las carencias y las deficiencias institucionales y regulatorias que se pusieron de manifiesto en la crisis de 2007/2008. Las medidas que se han adoptado tratan de tomar en consideración los presupuestos objetivos y los condicionamientos actuales, como la dimensión internacional o el desarrollo tecnológico, que afectan a los mercados financieros y a la forma de realizar la actividad por las entidades financieras y las sociedades cotizadas.

* Catedrático de Derecho mercantil. Este trabajo de investigación se ha realizado en ejecución del Proyecto de Investigación DER17-84775-C2-2, «Gobierno corporativo y reestructuración empresarial».

Para la comprensión de estas reformas resulta pertinente, con carácter previo, hacer una referencia a la regulación establecida en Estados Unidos en 1933 y 1934, surgida tras la crisis de 1929, con el objetivo de entender las razones de los cambios de modelo regulatorio que se produjeron en el último cuarto del pasado siglo. Este modelo regulatorio se ha tratado de ajustar con las modificaciones que se han aprobado durante estos últimos años.

Los cambios que se han introducido son de naturaleza heterogénea y se dirigen a resolver de forma tópica los problemas observados sin que se haya producido una alteración en la configuración de fondo de la regulación de los mercados financieros. Una exposición sintética del conjunto de los elementos principales de su contenido desde un punto de vista funcional permite hacer una valoración sobre su alcance y sobre sus limitaciones en atención a los fines que se pretenden alcanzar. Se trata de un sector de la economía especialmente complejo y relevante para los intereses generales. De ahí, la importancia de apreciar las bases de la concepción de la normativa actual, sus aspectos más relevantes y, también, las cuestiones críticas.

II. REFERENCIA A LAS BASES DE LA REGULACIÓN DE 1933 Y 1934

Las razones que motivaron la regulación bancaria y de los mercados de valores de 1933 y 1934 en Estados Unidos y los objetivos que se pretendían alcanzar son sobradamente conocidas. Interesa recordarlos únicamente a los efectos de comprender los cambios en la concepción y en la configuración de la regulación que se producen a partir de la crisis de los años setenta del pasado siglo.

De forma sintética, uno de los principales objetivos de la regulación bancaria consistía en garantizar los depósitos bancarios con el fin de potenciar la confianza en el sistema financiero. Con ello se trataba de atender a los riesgos sistémicos que presentan las crisis de las entidades de crédito desde el punto de vista de los intereses generales. Para lograr esta finalidad se creó el Fondo de Garantía de Depósitos, cuya misión fundamental era el aseguramiento a los clientes del dinero depositado en una entidad de crédito en caso de insolvencia. El Fondo de Garantía de Depósitos obtenía los fondos necesarios para el desempeño de sus funciones de las contribuciones que debían hacer las propias entidades de crédito, si bien, se admitía que pudiera obtener apoyo público cuando fuera necesario para lograr los objetivos de interés general. En los supuestos en los que una entidad de crédito se encontraba en una situación crítica, ordinariamente, la solución más apropiada de acuerdo con este modelo regulatorio consistía en la intervención de la entidad, su saneamiento con el apoyo del Fondo de Garantía de Depósitos mediante distintos instrumentos y su integración una vez saneada en una entidad plenamente solvente. Con estas medidas se trataban de evitar los riesgos sistémicos derivados de una retirada masiva por los depositantes. Este planteamiento implicaba, en realidad, que se garantizará la solvencia de las entidades de crédito de forma implícita por el Estado (*bail-out*). Por este motivo, la regulación bancaria establecía una intensa supervisión de la actividad de las entidades de crédito por las autoridades regulatorias. Al mismo tiempo, se disponían medidas preventivas para el fortalecimiento del sistema financiero, entre las que cabe destacar la separación en Estados Unidos entre la banca comercial y la banca de inversión. De este modo, se pretendía asegurar que las

entidades de depósito no pudieran desarrollar actividades de riesgo que pudieran comprometer la solvencia y los depósitos que se les habían confiado.

En lo que se refiere a la ordenación de los mercados de valores se estableció una regulación inspirada en el principio de *full disclosure* o de completa transparencia y fiabilidad de las informaciones que se dirigen a los inversores. De acuerdo con este principio, los emisores de valores estaban obligados a intensos deberes de publicidad tanto para la emisión de valores como para su cotización en un mercado secundario. El núcleo de estas informaciones era de contenido contable-financiero y su fiabilidad se aseguraba mediante la verificación por auditores de cuentas. Al mismo tiempo, en consideración a que la información en estos mercados es estructuralmente no homogénea, se impedía la comunicación y la utilización de las informaciones privilegiadas que pudieran afectar al valor de cotización y que no fueran accesibles a los inversores. Con el fin de asegurar el cumplimiento de esta regulación y el correcto funcionamiento de los mercados de valores, se creó una agencia estatal independiente, la *Securities Exchange Commission*. De este modo, se pretendía potenciar la confianza de los inversores y lograr el objetivo de que los inversores tengan a su disposición la información relevante para la adopción de las decisiones de inversión, de forma que los mercados de valores funcionaran de manera eficiente.

Esta concepción de la regulación de los mercados de valores incide ineludiblemente de manera refleja en el régimen de la sociedad anónima cotizada desde la perspectiva de la protección de los inversores. A este respecto, conviene recordar que, en Estados Unidos, la competencia para la regulación de las sociedades anónimas está atribuida constitucionalmente a los Estados. La regulación federal de los mercados de valores, al intensificar los deberes de transparencia, también favorecía la confianza en la actuación de las sociedades cotizadas, en particular, en materia de supervisión y de gestión y la observancia de los deberes de diligencia y de lealtad por parte de los administradores.

Este modelo regulatorio de las entidades de crédito y de los mercados de valores se instauró con bastante retraso en España. La introducción de esta regulación se produjo con las normas aprobadas en la década de los ochenta del pasado siglo en materia de entidades de crédito (Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros) y con relación a los mercados de valores (Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores).

III. LAS CRÍTICAS A LA REGULACIÓN DE 1933/34 Y LOS CAMBIOS EN LA CONCEPCIÓN DE LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Desde determinadas corrientes del pensamiento económico, pero también, político, se formularon críticas a las bases de la normativa aprobada en 1933 y en 1934 sobre entidades de crédito y mercados de valores. Las observaciones realizadas por estas corrientes también son ampliamente conocidas, pero interesa recordarlas para comprender los cambios en la concepción de la regulación y en el proceso de desregulación que se produce a partir de los años ochenta del siglo xx.

La crítica más importante a la legislación bancaria de 1933/34 responde a la consideración de que venía a establecer una suerte de garantía pública implícita de la solvencia de las entidades de crédito derivada de la manera en la que se conformaba el Fondo de Garantía de Depósitos y los mecanismos de saneamiento (*bail out*). A este respecto, se señala que la configuración *de facto* de una garantía pública de la solvencia no se corresponde con la correlación entre la libre iniciativa económica, el riesgo empresarial y la responsabilidad patrimonial que constituye uno de los presupuestos básicos del sistema de mercado. Esta observación crítica se sintetiza en la expresión *moral hazard* con la que se quiere destacar que se generan incentivos para la asunción de riesgos injustificados por parte de las entidades de crédito y sus gestores por el hecho de no tener que responder de las consecuencias negativas que se deriven de las decisiones empresariales adoptadas. Se destaca que este modelo regulatorio conduciría a que los beneficios de la actividad fuesen para la entidad, mientras que las pérdidas las soportaría el conjunto de los ciudadanos. Asimismo, se indica que penalizaría a las entidades que actuaran de forma más prudencial frente a las que no lo hicieran, pues el Fondo de Garantía de Depósitos se constituye con las aportaciones de todas las entidades de crédito, pero se emplea para el rescate de las que devienen insolventes.

Al mismo tiempo, se observa cómo esta concepción de la regulación bancaria lleva a una intensa supervisión de las entidades de crédito por las autoridades regulatorias, con el fin de evitar que se produzcan situaciones de insolvencia que activen mecanismos de saneamiento que puedan implicar el empleo de fondos públicos. Se considera que una supervisión tan intensa no sería consistente con la libre iniciativa económica en los mercados financieros. Además, esta forma de supervisión supone un elevado coste para los contribuyentes, pero también para las propias entidades de crédito, y constituye una importante carga para el conjunto del sistema financiero.

En contraposición con la concepción de las leyes aprobadas en 1933 y 1934 se considera ahora que la regulación de las entidades de crédito debe partir de la cobertura de los riesgos inherentes a la actividad bancaria por las propias entidades, al igual que sucede en el caso de las demás empresas. De acuerdo con esta consideración, se debe exigir que la entidad de crédito disponga de los fondos propios que sean necesarios para desarrollar la actividad bancaria de forma solvente y rentable y para absorber las potenciales pérdidas que se puedan producir en caso de materializarse los riesgos asumidos. De esta forma, se promueve una regulación que tenga como bases fundamentales los requisitos de capital, la determinación de los activos ponderados por riesgo y la asunción del riesgo de la insolvencia por los titulares del capital y por los propios acreedores de forma similar a cualquier otra empresa. La intervención de las autoridades regulatorias se centraría en la supervisión del cumplimiento de las exigencias de capital, verificando que las entidades cuentan con recursos suficientes en función de los riesgos asumidos por las propias entidades. Finalmente, las crisis de las entidades de crédito se deberían resolver sin apoyo público y sin una garantía pública implícita de la solvencia (*bail in*). La concepción propuesta de la regulación de las entidades de crédito se correspondería con las bases del funcionamiento del sistema de mercado, esto es, la libre iniciativa empresarial y la responsabilidad por las consecuencias de las decisiones económicas. Al mismo tiempo, permitiría alcanzar los objetivos esenciales del sistema

financiero, la confianza, la estabilidad y la salvaguarda de los depósitos, gracias a la cobertura de los riesgos con niveles de capital adecuados.

En el ámbito de los mercados de valores, también se promueve una regulación que resulte más acorde con las bases de funcionamiento de los mercados. A este respecto, se parte de consideraciones como la hipótesis de la eficiencia de los mercados para mantener la confianza en la capacidad de los propios mercados de valores en la formación de los precios. Las cuestiones que se suscitan en estos mercados, como la información asimétrica o en relación con la actuación de los gestores o intermediarios, se tratan de comprender a partir de teorías y modelos como los desarrollados por la economía de la información o los conflictos de agencia. En concreto, se promueve el alineamiento de los intereses de los ejecutivos y de los inversores a través de objetivos como la creación de valor. De acuerdo con este planteamiento se critica la regulación de los mercados de valores por resultar ineficiente y excesivamente onerosa, compleja y costosa. Se considera necesario que se proceda a la desregulación con el fin de promover la eficiencia de los mercados de valores.

Uno de los elementos fundamentales en la regulación de las entidades financieras, de los mercados financieros y de las sociedades cotizadas es la contabilidad. En esta materia, se considera preferible el sistema de información contable de las Normas Internacionales de Contabilidad, las NIC, más próximo a los GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) seguidos en Estados Unidos que a las normas contables europeas. Esto es, un sistema de información contable que se dirige a proporcionar a los inversores y a los agentes económicos información relevante y fiable con base, fundamentalmente, en el valor razonable. En Europa, en cambio, el modelo tradicional de las cuentas anuales trataba de determinar los beneficios susceptibles de reparto, lo que justificaba, entre otros aspectos, el recurso al principio de prudencia valorativa.

Este planteamiento también se extiende a la gestión y al control de las sociedades cotizadas por el movimiento de gobierno corporativo. En el tratamiento de las cuestiones que se suscitan en las sociedades cotizadas, se considera preferible la autorregulación, la vía de las recomendaciones mediante códigos de gobierno corporativo y el establecimiento de normas de transparencia. La imposición de normas rígidas que restrinjan la libre iniciativa económica debería limitarse, en consecuencia, a supuestos excepcionales en que sea inevitable hacerlo.

La concepción de la regulación de los mercados financieros expuesta a partir del principio de eficiencia como base del funcionamiento de los mercados también se dirigiría a lograr otros objetivos y, en particular, la innovación financiera y tecnológica. La innovación financiera ha potenciado formas de desarrollar la actividad financiera que permite una gestión más eficiente de los recursos propios y de la cobertura de los riesgos. Con este objetivo se llevaron a cabo titulizaciones sintéticas, garantizadas y aseguradas, que hacían posible liberar el balance bancario de los compromisos vinculados a las carteras de crédito que se titulizaban. También experimentó un enorme desarrollo la negociación de derivados OTC (*Over the Counter*, operaciones realizadas fuera de los mercados organizados) y los contratos marcos de operaciones financieras, con fines de cobertura, pero también especulativos. Al mismo tiempo, las exigencias regulatorias impuestas a las entidades financieras pueden explicar la importancia adquirida por la realización de operaciones financieras por entidades no reguladas (*shadow banking, hedge funds, private equity*, etc.).

Por otro lado, gracias al desarrollo tecnológico se han impulsado y se ha mejorado la precisión de los modelos econométricos empleados en la determinación del riesgo de las operaciones financieras. También se ha hecho posible el análisis automatizado de los riesgos mediante la estandarización de las operaciones. Asimismo, la gestión de los riesgos mediante métodos econométricos ha contribuido igualmente a una reducción de costes por el desarrollo de herramientas que permiten controlarlo de forma agregada y ha facilitado la atención del importante incremento del volumen de las operaciones que se ha producido en el sector financiero. Los sistemas de compensación y liquidación empleados por las infraestructuras de los mercados se han potenciado enormemente mediante las nuevas tecnologías de la información y digitalización.

Desde los años ochenta del pasado siglo se va produciendo en Estados Unidos un cambio en la regulación de acuerdo con estos planteamientos. Poco tiempo después, esta concepción se consideró, por impulso de las autoridades estadounidenses, especialmente apropiada en conexión con el proceso de liberalización e internacionalización de los mercados financieros que tiene lugar a partir de los años noventa. En particular, el Comité de Basilea fijó unos estándares mínimos de requisitos de capital, Basilea I, como exigencias prudenciales básicas que debían cumplir las entidades de crédito, que se correspondían en lo fundamental con este diseño de la regulación bancaria. Posteriormente, Basilea II desarrolló los estándares con el objetivo de lograr una regulación prudente del capital, la supervisión y la disciplina de mercado, así como de perfeccionar la gestión del riesgo y la estabilidad financiera. En Europa, la dificultad de alcanzar un consenso político entre los distintos Estados miembros, llevó a la Comisión Europea a proponer la adopción de este marco internacional como forma de regular el sector bancario. Las conocidas como Directivas sobre requisitos de capital incorporaron los estándares de Basilea II(1).

IV. LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO A RAÍZ DE LA CRISIS DE 2007/2008

La crisis de 2007/2008 puso de manifiesto una serie de deficiencias en la regulación de los mercados financieros que han tratado de corregirse con la adopción de distintas medidas dirigidas a lograr la estabilidad y la confianza en el sistema financiero. Estas medidas afectan fundamentalmente a la solvencia y resolución de las entidades de crédito, al gobierno corporativo, a los sistemas de remuneración de los consejeros y altos directivos y a los instrumentos financieros, en especial a los derivados, y contratos negociados OTC.

(1) Directiva 2006/48/CE, de 14 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, y Directiva 2006/49/CE, de 14 de junio, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

1. EL REFORZAMIENTO DEL MARCO INSTITUCIONAL

Desde un punto de vista institucional, una de las principales carencias apreciadas consiste en el carácter sustancialmente nacional de la normativa y de las autoridades de supervisión, en contraste con la dimensión internacional de los mercados financieros. Con el fin de atender a esas carencias se han reforzado las estructuras de coordinación política, como el G-20, y los organismos internacionales tanto de origen público como privado. Conviene destacar a este respecto la reorientación del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial así como el papel que desempeña el Comité de Basilea. En el ámbito de sus respectivas competencias, estos organismos internacionales han de elaborar, bajo el impulso político del G-20, informes sobre la situación económica y financiera, detectar los posibles riesgos y formular propuestas. Asimismo, elaboran estándares internacionales y evalúan su observancia por parte de los distintos Estados nacionales. El cumplimiento de los estándares internacionales se trata de asegurar mediante mecanismos de condicionabilidad económica, como la exigencia de requisitos adicionales de capital.

Corresponde al Consejo de Estabilidad Financiera («FSB», por sus siglas en inglés, *Financial Stability Board*) la función de analizar las vulnerabilidades de la economía y las debilidades que puedan afectar a la estabilidad del sistema financiero global así como formular propuestas para resolverlas. En Europa esta función de supervisión macroprudencial está asignada a la Junta Europea de Riesgo Sistémico y en España a la Autoridad Nacional de Estabilidad Financiera.

En el ámbito de la Unión Europea, se han adoptado además diferentes medidas para reforzar la arquitectura institucional. Se han constituido tres agencias, la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, en el ámbito bancario, de los mercados de valores y de seguros y pensiones, respectivamente, encargadas de la supervisión microprudencial. Estas autoridades conforman, junto a la Junta Europea de Riesgo Sistémico, el Sistema Europeo de Supervisión Financiera. Por otro lado, la crisis ha hecho patente las deficiencias de la unión monetaria y la necesidad de promover la unión bancaria. Con este objetivo, se ha creado el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución para las entidades de crédito que se apoyan en un código normativo único para la Unión Europea. Pese al esfuerzo realizado, todavía quedan pendientes la adopción e implementación de disposiciones importantes como la creación de un fondo de garantía de depósitos a nivel europeo o cuestiones más técnicas como el tratamiento de los «pasivos elegibles» en los supuestos de resolución.

2. LA REFORMA DEL SECTOR BANCARIO

Sin duda, el sector más afectado por la crisis de 2007/2008 fue el sector financiero y ha sido también en este ámbito en el que se han producido las mayores reformas. Las medidas que se han adoptado son múltiples y afectan a distintas materias. La exposición se va a centrar en las entidades de crédito, con independencia de que las reformas también han afectado a otros sectores como las entidades de seguros o las empresas de servicios de inversión.

El conjunto de reglas que se han aprobado está recogido en los documentos de Basilea III que se han incorporado a la regulación por parte de los Estados(2). La reforma mantiene el principio fundamental que inspira la regulación bancaria anterior a la crisis: la cobertura de los riesgos mediante los recursos propios de la entidad. Los dos elementos fundamentales en los que se apoya este principio son el de los requerimientos de capital y el de los activos ponderados por riesgo. Además de reforzar las exigencias en estas materias, se han introducido otras medidas como el coeficiente de endeudamiento o el coeficiente de liquidez. También se ha introducido modificaciones importantes en el tratamiento de las entidades que se encuentran en situación de dificultades económicas o son inviables.

La crisis ha evidenciado que las entidades de crédito se encontraban insuficientemente capitalizadas debido a que los requisitos de capital eran demasiado bajos, el tratamiento de los instrumentos de capital no resultaba completamente efectivo para la absorción de las pérdidas y la determinación de los activos ponderados por riesgo no se hacía de forma apropiada.

A este respecto, en Basilea III se ha incrementado el *requerimiento de capital* y se ha reforzado la adecuación de los instrumentos para la absorción de las pérdidas cuando una entidad llegue a una situación de dificultades económicas, tanto respecto del capital ordinario de nivel 1 (esto es, las acciones y las ganancias acumuladas, de forma que sean los accionistas los que asuman de forma efectiva el riesgo de las pérdidas) como respecto del capital adicional de nivel 1 (como las obligaciones convertibles contingentes, cuya conversión en acciones o su amortización en los supuestos previstos normativamente, en caso de resolución, se refuerza) y en relación con el capital de nivel 2 (como los instrumentos de capital y los préstamos subordinados, cuya conversión y amortización también se mejora). Además de aumentar las exigencias mínimas de capital, se prevé la dotación de un colchón de conservación del capital que obliga a la entidad a cumplir con determinadas restricciones en caso de no estar cubierto.

Se ha observado, asimismo, que la regulación bancaria atendía fundamentalmente a los riesgos microprudenciales que podía presentar cada entidad considerada individualmente, pero no se tomaban en consideración (o no se hacía suficiente mente) los riesgos macroprudenciales y los riesgos que pudieran afectar al sistema económico y financiero en su conjunto. Con este objetivo se han introducido diferentes disposiciones como la previsión de un colchón anticíclico.

Por otro lado, se ha considerado necesario el establecimiento de requisitos prudenciales más estrictos para las entidades financieras que, por su tamaño, puedan suponer un riesgo sistémico a nivel global. Entre otras medidas, las entidades financieras sistémicas deberán contar con un colchón de capital adicional para prevenir y mitigar los eventuales riesgos y evitar que puedan llegar a ser insolventes.

(2) Véase el documento *Basilea III: Finalización de las reformas poscrisis*, de diciembre de 2017; https://www.bis.org/bcbs/publ/d424_es.pdf. En Estados Unidos se han incorporado en virtud de la *Dodd-Frank Act* de 2010 y en Europa mediante la Directiva 2013/36/UE, de 26 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE, y el Reglamento 575/2013, de 26 de junio, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) 648/2012. La normativa europea se ha incorporado al Derecho español en virtud de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

Al mismo tiempo, en relación con los *activos ponderados por riesgo* se han introducido distintas medidas para tratar mejorar su determinación, pues constituye la pieza esencial para fijar los requerimientos de capital que debe cumplir cada entidad de crédito. Mediante el cálculo de los activos ponderados por riesgo se pretende apreciar el impacto que pueda tener la exposición a los diferentes riesgos sobre potenciales pérdidas, en relación con los distintos activos de una entidad de crédito. De esta forma se pueden determinar las exigencias de capital que debe tener una entidad para la cobertura de los riesgos y para el aseguramiento de la solvencia mediante la absorción de las potenciales pérdidas con los recursos propios, esto es, con los instrumentos de capital y con las reservas y beneficios no repartidos. De acuerdo con esta concepción, se potencia el ejercicio del control por los titulares de las acciones, como titulares del riesgo, para que lo ejerzan de forma más efectiva de modo que la gestión sea eficiente, solvente y rentable.

En relación con esta materia de tanta relevancia, se ha procedido a una revisión de los *métodos estándar* para el cálculo de los riesgos, esto es, los métodos desarrollados por el Comité de Basilea para la determinación de los activos ponderados por riesgos a los efectos de calcular las exigencias de capital que debe cumplir cada entidad. La revisión ha tratado de mejorar la comparabilidad, la fiabilidad y la apreciación del nivel riesgo en los diferentes escenarios que se pueden plantear. En Basilea III se ha revisado, en particular, el método estándar del riesgo de crédito, del riesgo de mercado, del riesgo de ajuste de valoración del crédito y del riesgo operacional.

Los métodos estándar plantean el problema de su generalidad y falta de adecuación para el cálculo específico de los activos ponderados por riesgo que puede presentar cada entidad en particular. Por ese motivo, Basilea II admitió que las entidades de crédito que desarrollaran sus propios métodos de medición del riesgo, los denominados *métodos internos*. Pero la experiencia de la crisis ha puesto de manifiesto que, con frecuencia, los métodos internos conducían a una excesiva e injustificada reducción de los requerimientos de capital en comparación con el método estándar. Para corregir esta deficiencia Basilea III restringe el uso de los métodos internos e impone un suelo de capital revisado (*out put floor*) en relación con el método estándar que impide fijar por debajo de este suelo las exigencias de capital cuando una entidad se encuentra autorizada a emplear los métodos internos.

Las exigencias regulatorias se encuentran en tensión con la eficiencia en el desarrollo de la actividad bancaria. Los documentos de Basilea promovieron la innovación financiera de las entidades de crédito con el fin de reducir el coste del cumplimiento de los requerimientos normativos, como la vía de las *titulizaciones* de carteras de crédito. La emisión de determinados instrumentos financieros, como las titulizaciones sintéticas con aseguramiento de las minusvalías de los activos (*credit default swap*, CDS), tuvieron un importante desarrollo. Es bien conocido que las titulizaciones denominadas como *subprime* se encuentran en el origen de la crisis. La forma en la que se llevaban a cabo la titulización permitía dejar de reconocer en el balance las carteras de crédito que se titulizaban, a diferencia de lo que sucedía tradicionalmente mediante la emisiones de títulos como las cédulas hipotecarias. El objetivo perseguido consistía en trasladar el riesgo a los titulares de los instrumentos financieros de manera que dejara de ser asumido por las entidades. Sin embargo, por la forma en la que normalmente se estructuraban las carteras de crédito, no era infrecuente que las entidades retuvieran una parte del riesgo. Las

agencias de calificación no evaluaron de forma apropiada los riesgos subyacentes a estas prácticas en las calificaciones que realizaron. Por otro lado, la crisis hizo patente el riesgo sistémico inherente a los CDS cuando se produce una disminución generalizada del valor de los activos, como sucede en momentos de recesión. Basilea III ha impuesto requisitos más exigentes en esta materia para determinar los métodos para calcular los requerimientos de capital y, con carácter general, en relación con el trabajo que desempeñan las agencias de calificación.

Entre las exigencias regulatorias contenidas en Basilea I y Basilea II no se prestaba una especial atención al *endeudamiento* de las entidades de crédito. La apertura de los mercados financieros internacionales y la política monetaria expansiva facilitaron antes de la crisis que las entidades aumentaran su actividad y su tamaño entre otros medios mediante el recurso a la financiación en estos mercados. Esta situación generó un endeudamiento excesivo de las entidades y un incremento injustificado de los riesgos, incluidos los riesgos sistémicos. Para resolver este problema, Basilea III ha previsto que las entidades cumplan con un *coeficiente de apalancamiento* en función del riesgo que incluye las posiciones fuera de balance. Mediante este coeficiente se pone un límite al nivel de endeudamiento que pueden asumir las entidades. El objetivo de este nuevo indicador se dirige a respaldar los requerimientos de capital y mitigar los riesgos del conjunto del sistema.

Asimismo, la internacionalización de los mercados financieros facilitó la obtención de *liquidez*, pero la crisis puso de manifiesto que también se producía una intensificación de los riesgos sistémicos globales. Uno de los problemas más inmediatos y urgentes que desencadenó la crisis provocada por la quiebra de Lehman Brothers consistió en la dificultad de las entidades de crédito para obtener la liquidez necesaria para atender a sus compromisos debido a la falta de confianza que se generó en el mercado interbancario. Las tensiones de liquidez son un problema estructural del balance bancario causado porque una buena parte de los depósitos son a la vista, mientras que sus activos tienen vencimientos a largo plazo. Para mitigar este riesgo, Basilea III ha impuesto a las entidades de crédito el cumplimiento de dos nuevos requisitos. El *coeficiente de cobertura de liquidez* sirve para exigir que las entidades tengan activos líquidos en cuantía suficiente para cubrir sus compromisos inmediatos durante 30 días en un escenario de tensión de liquidez (3). El *coeficiente de financiación estable neta* consiste en un indicador estructural dirigido a asegurar que las entidades tengan capacidad de financiación estable para atender a los requerimientos de financiación que necesiten (4).

Por otro lado, también con base en la concepción de la regulación bancaria a partir del principio de la cobertura de los activos ponderados por riesgo mediante requerimientos de capital, se defendió la falta de necesidad de la *separación entre banca comercial y banca de inversión* prevista en la Glass-Steagall Act aprobada en 1933. En 1999 esta norma fue parcialmente derogada. A raíz de la crisis, se ha planteado su restauración. En Estados Unidos se han establecido por la Volcker Rule determinadas prohibiciones y restricciones a los bancos y a las entidades que cuenten con la protección del Fondo de Garantía de Depósitos y que se encuentren

(3) Véase el documento *Basilea III: Coeficiente de cobertura de liquidez y herramientas de seguimiento del riesgo de liquidez*, de enero de 2013; https://www.bis.org/publ/bcbs238_es.pdf.

(4) Véase el documento *Basilea III: Coeficiente de financiación estable neta*, de octubre de 2014; https://www.bis.org/bcbs/publ/d295_es.pdf.

sujetas a supervisión. De acuerdo con lo dispuesto en esta norma, no se permite a estas entidades realizar determinadas operaciones de riesgo y tener participaciones en *hedge funds* o en determinados fondos de *private equity*, con independencia de que puedan prestar estos servicios a sus clientes. En la Unión Europea, tras un largo debate, se ha decidido no prever una regla similar. La Volcker Rule se encuentra en este momento en fase de revisión para corregir algunas consecuencias negativas, si bien no se propone por las autoridades competentes su derogación.

Todo este conjunto de medidas ha ido acompañado de una intensificación de los *deberes de información* que deben difundir las entidades de crédito. Se pretende de esta forma que los inversores y los agentes económicos tengan conocimiento de la situación económica, de los resultados, del nivel de cumplimiento de los requisitos de capital y de las exigencias regulatorias por parte de las entidades.

El conjunto de las medidas que se establecen en la regulación bancaria tienen carácter preventivo con el objetivo de evitar los riesgos de insolvencia por las importantes consecuencias que presenta para el sistema financiero. El tratamiento de las situaciones de dificultades económicas de las entidades de crédito trata de resolver estas situaciones en atención a los riesgos sistémicos que plantean. La experiencia de la crisis ha puesto de manifiesto que el tamaño de determinadas entidades puede hacer inviable un rescate con fondos públicos o incluso puede arrastrar al propio Estado al que pertenezcan a no poder cumplir con sus compromisos, como sucedió en el caso de Islandia o de Chipre. Ante esta situación se han promovido el desarrollo de instrumentos de *resolución* sin fondos públicos o *Bail-in*. Asimismo, se ha apreciado la necesidad de que las entidades financieras sistémicas globales con presencia en diferentes jurisdicciones tengan planificada la resolución a nivel de grupo y a nivel individual de cada una de las filiales presentes en diferentes Estados, según la estrategia más apropiada, bien para un punto de entrada único o bien para múltiples puntos de entrada (SPE o MPE). En Europa se ha creado el Mecanismo Único de Resolución bajo la autoridad de la Junta Europea de Resolución que cuenta con el apoyo del Fondo Único de Resolución (5). En España, se anticipó en buena medida esta forma de regular las crisis bancarias a partir de la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, el FROB (6).

Antes de finalizar la exposición de algunas de las reformas más relevantes que se han introducido a raíz de la crisis, resulta necesario hacer mención a una última cuestión. En efecto, uno de los problemas más importantes que se han detectado

(5) El nuevo marco europeo de resolución de entidades de crédito se encuentra regulado en la Directiva 2014/59/UE, de 15 de mayo, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) 1093/2010 y (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo y por el Reglamento (UE) 806/2014, de 15 de julio, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución y se modifica el Reglamento (UE) 1093/2010.

(6) El FROB se creó en 2009 por el Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito. El régimen de resolución de entidades de crédito se anticipó en España mediante la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Finalmente, el Derecho español incorporó la normativa europea en virtud de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

consiste en el elevado volumen de los de *derivados negociados OTC* y de los *contratos marco de operaciones financieras*. La elevada exposición a estas operaciones por parte de las entidades financieras y no financieras supone un importante incremento del riesgo para el sistema financiero. Con el objetivo de mitigar este riesgo se ha potenciado el recurso a las entidades de contrapartida central (ECC). Las ECC desarrollan una actividad de compensación centralizada de las operaciones sobre derivados y valores, mediante procedimientos automatizados que permiten la compensación de un elevado número de operaciones. La interposición de la ECC hace posible que las operaciones de signo contrario se puedan compensar en masa entre las entidades participantes y la ECC mediante saldos. De esta forma, se logra la realización de las operaciones con menor coste y una mayor eficiencia. Al mismo tiempo, la interposición de la ECC asegura el cumplimiento de las operaciones que se realizan y cuya compensación acepta. Las ECC, gracias al sistema de coberturas que emplean, contribuyen así a mitigar los riesgos en la liquidación de las operaciones, en particular, en caso de insolvencia de un participante. Ahora bien, el hecho de concentrar las operaciones que se realizan sobre valores, derivados y contratos, conlleva que el riesgo de insolvencia de estas entidades presente una especial trascendencia desde el punto de vista de los riesgos sistémicos (7).

Por otro lado, la complejidad actual de las operaciones financieras ha hecho necesaria reforzar la posición del *consumidor* y del *inversor* mediante la intensificación de los deberes de información y la protección frente a cláusulas abusivas. La jurisprudencia reciente sobre las cláusulas suelo y sobre otras cláusulas abusivas en los contratos bancarios y, también, en relación con la información en los contratos sobre instrumentos financieros o contratos marco sobre operaciones financieras, puede servir de muestra. En la Unión Europea se han aprobado diferentes normas dirigidas a la protección del consumidor, en materias como la celebración de contratos de crédito para bienes inmuebles por ejemplo, y, también, para la protección del inversor, en particular, a través de la conocida como MIFID II (8).

3. LAS REFORMAS EN MATERIA DE ESTRUCTURA DE ORGANIZACIÓN Y GESTIÓN, EN PARTICULAR, EN MATERIA DE REMUNERACIÓN

Junto a las deficiencias detectadas en la regulación de las exigencias prudenciales en la cobertura de los riesgos de las entidades financieras, también se han advertido importantes fallos en materia de gobierno corporativo. Estos fallos en parte son comunes a los de las sociedades cotizadas.

(7) MARTÍNEZ FLÓREZ, «El concurso de la entidad de contrapartida central. Consideraciones sobre su régimen jurídico y sobre la inadecuación de las normas vigentes», *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, dir. Martínez Flórez, Garcimartín, Recalde Cizur Menor (Navarra), 2017, pp. 573-604, en particular, el último apartado del trabajo.

(8) Entre las diferentes normas aprobadas en el marco de la Unión Europea conviene destacar la Directiva 2014/17/UE, de 4 de febrero, sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial y por la que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) 1093/2010 y la Directiva 2014/65/UE, de 15 de mayo, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE, conocida como MIFID II.

En el ámbito de las entidades de crédito, uno de los problemas más serios que se ha hecho patente es el relativo a las deficiencias en el control de riesgos y en el tratamiento de las situaciones de conflicto de interés, que también contribuye a la asunción injustificada de riesgos. Con el fin de mejorar la gestión de las entidades de crédito, se han tratado de perfeccionar los procesos de selección de administradores y directivos, se han reforzado las competencias del Consejo de Administración en materia de supervisión y se ha promovido la creación de estructuras específicas, independientes y adecuadas para el control de los riesgos y para evitar la asunción de riesgos excesiva (9).

Como se ha indicado, además de los temas señalados, también se ha destacado que la gestión social se encontraba excesivamente orientada a la consecución de intereses a corto plazo lo que ponía en riesgo la sostenibilidad empresarial y tenía consecuencias negativas para el conjunto del sistema económico. A este respecto, la cuestión de mayor trascendencia que se ha detectado en materia de gobierno corporativo de las entidades de crédito y, en general, de las sociedades cotizadas ha sido la relativa a la retribución de los administradores y altos directivos. Se ha observado que uno de los factores más relevantes de la crisis ha sido la retribución desproporcionada y los sistemas de retribución que favorecían una gestión a corto plazo con una excesiva asunción de riesgos (10). Se ha considerado que estas deficiencias se han producido por un tratamiento inadecuado de las situaciones de conflicto de interés y por la determinación inapropiada de la retribución variable.

En efecto, junto a los problemas tradicionales en materia de conflictos de interés en la determinación de la retribución de los consejeros ejecutivos y directivos, derivados de la capacidad de influir en la fijación de su propia retribución, se detecta un alineamiento entre los intereses de determinados accionistas con una influencia significativa en el control y los intereses de los consejeros ejecutivos y los directivos. En este sentido, se ha advertido, por ejemplo, cómo determinados fondos de inversión que adquieren participaciones que les permiten influir en el control de las sociedades cotizadas, favorecen la introducción de incentivos en la remuneración variable de los consejeros ejecutivos y directivos para maximizar el valor de su participación en el capital durante el plazo temporal de su permanencia en la sociedad y en el momento de la salida.

Por otro lado, desde el punto de vista de los sistemas de retribución, se ha puesto de manifiesto el excesivo peso concedido al objetivo de la creación de valor a corto plazo para los accionistas, el desequilibrio entre la retribución fija y la retribución variable y el establecimiento de incentivos que se perciben con independencia de que la sociedad tenga pérdidas.

Con el fin de mejorar el régimen de retribución de los consejeros ejecutivos y de los altos directivos, se ha propuesto una regulación inspirada en el principio *say on pay*. De acuerdo con este principio, las sociedades cotizadas deben tener una política de retribuciones plurianual aprobada por la Junta general, el Consejo de

(9) Véase el documento elaborado por el Comité de Supervisión de Basilea, *Orientaciones. Principios de gobierno corporativo para bancos*, de julio de 2015, https://www.bis.org/bcbs/publ/d328_es.pdf.

(10) Bebchuk/Spamann, «Regulating Bankers' Pay» (October 1, 2009). *Georgetown Law Journal*, Vol. 98, núm. 2, pp. 247-287, 2010; *Harvard Law and Economics Discussion Paper* núm. 641. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1410072>

Administración debe contar con un comité específico en materia de remuneraciones y se debe elaborar por el Consejo de Administración un informe anual sobre remuneraciones que se habrá de someter a la votación de la Junta general (11).

En relación con el contenido de la retribución, se ha impuesto el principio de retribución adecuada, esto es, la retribución debe ser apropiada en función del tamaño y de la actividad de la entidad, habrá de corresponderse con las condiciones de mercado y debe promover la sostenibilidad a largo plazo. El desarrollo de este principio tiene múltiples manifestaciones: se prevé que la retribución variable ha de estar reservada a los consejeros ejecutivos y directivos, tiene que haber un equilibrio entre la retribución fija y la retribución variable, de forma que la retribución fija sea suficiente para asegurar la dedicación y la diligencia en la gestión, se tiene que diferenciar entre retribución variable a corto plazo (incentivos sobre el cumplimiento del presupuesto, los objetivos en materia comercial o financiera, etc.) y la retribución variable a largo plazo (cumplimiento del plan de negocio o del plan estratégico plurianual), una parte de la retribución variable a largo plazo deberá estar vinculada al valor de las acciones, la retribución variable deberá contener cláusulas de diferimiento, retención, reducción y devolución, etc. Las cláusulas de indemnización por terminación de la relación contractual también deben estar justificadas desde la perspectiva de la contribución a la evolución positiva de la sociedad.

En el caso de las entidades de crédito, el régimen de la remuneración de los administradores y directivos tiene carácter imperativo, resulta más estricto desde el punto de vista del control de riesgos y del cumplimiento de las exigencias de capital y está sujeto a la supervisión por las autoridades competentes (12).

V. CUESTIONES CRÍTICAS DE LAS REFORMAS ADOPTADAS

Las crisis económicas, sobre todo, cuando son profundas como la crisis de 2007/2008, generan un movimiento reformador con el objetivo de dar respuesta a los problemas más inmediatos producidos por la crisis. La urgencia por adoptar medidas y la trascendencia de las consecuencias explicarían que, con frecuencia, las reformas resulten excesivas y que se atienda más a los efectos de la crisis en cuestión que a sus causas. Después del inicial periodo reformador, se suele dar paso a una fase de una cierta laxitud en la aplicación en el contexto de la recuperación económica (13). En esta fase, no suele haber interés por ajustar y adecuar las reformas una vez analizados los problemas con perspectiva.

En este caso, también parece haber pasado. Las medidas que se han adoptado han planteado un problema adicional. La dimensión universal de la crisis ha lleva-

(11) Así, en el ámbito de la Unión Europea, artículos 9 bis y 9 ter de la Directiva (UE) 2017/828, de 17 de mayo, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

(12) Véanse las Directrices de la Autoridad Bancaria Europea EBA/GL/2015/22 sobre políticas de Remuneración adecuadas en virtud de los artículos 74, apartado 3, y 75, apartado 2, de la Directiva 2013/36/UE y la divulgación de información en virtud del artículo 450 del Reglamento (UE) 575/2013.

(13) COFFEE, «The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated», 2012, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1982128>.

do a crear un marco internacional y a adoptar medidas de forma coordinada en las distintas jurisdicciones. Esta situación supone un obstáculo para que los Estados puedan evolucionar de forma autónoma, por la pérdida de soberanía que conlleva el establecimiento de este marco internacional. De hecho, incluso en Estados Unidos, se ha optado por relajar las disposiciones legales aprobadas por la vía de las normas de desarrollo, que tienen un importante peso en este sector, y por la de la actuación de las autoridades de supervisión. De esta forma, se puede decir que la creación de un marco internacional tiene un cierto efecto paralizante, pues requiere de un consenso entre los distintos Estados para su reforma, consenso que resulta difícil de alcanzar cuando pasan las necesidades y las urgencias de la crisis. Se trata de un problema que es bien conocido en la Unión Europea.

Asimismo, el endurecimiento de los requisitos exigidos a las entidades de crédito también ha provocado una reacción habitual en estos procesos: la huida de la regulación bancaria y el incremento de actividades financieras por entidades no supervisadas (*shadow banking*, *hedge funds*, *private equity*, plataformas de *crowdfunding*, desintermediación del crédito, instrumentos de pago, etc.). El importante desarrollo de las tecnologías de la información y de la digitalización también ha contribuido a este crecimiento. De esta forma, se está produciendo una importante intensificación de los riesgos sistémicos.

Junto a estos aspectos generales que se suelen dar en las medidas que se adoptan como reacción ante una crisis, las reformas introducidas también presentan cuestiones críticas derivadas fundamentalmente de los problemas de legitimación del marco institucional y del mantenimiento del modelo regulatorio de los mercados financieros que se había generalizado antes de la crisis.

1. LOS PROBLEMAS DE LEGITIMACIÓN DEL MARCO INSTITUCIONAL

Como es bien sabido, los mercados se desenvuelven y funcionan de forma autónoma y espontánea, pero requieren de una regulación y del apoyo de los poderes públicos para preservarlos y hacer posible su correcto funcionamiento. En algunos mercados, como los mercados financieros, se dan elementos estructurales específicos vinculados a estos mercados como la necesidad de asegurar la estabilidad financiera o, en el caso de los mercados de valores, al carácter no homogéneo de la información.

La crisis ha puesto de manifiesto las carencias de un marco institucional en los mercados financieros internacionales (14). Estas carencias responden a la falta de

(14) Sobre las cuestiones abordadas en este apartado, véanse los trabajos de Darnaculleta y de Leñero, entre otros, DARNACULLETA/LEÑERO, «Las fuentes del derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada», en *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, cit., pp. 113-162; DARNACULLETA/LEÑERO, «Crisis financiera y crisis democrática: la regulación financiera internacional mediante redes de supervisores», en *Crisis y reforma del sistema financiero*, coord. Recalde/Torado/Perdices, Madrid, 2017, pp. 177-195; DARNACULLETA, «Los instrumentos normativos de regulación bancaria en el sistema de fuentes del derecho», *Regulación bancaria: transformaciones y estado de derecho*, coord. Salvador Armendáriz, Cizur Menor, 2014, pp. 131-183; LEÑERO, «El Comité de Basilea como poder público global para la armonización normativa bancaria. Implicaciones para el derecho público», *ibidem*, pp. 184-251.

autoridades internacionales con los instrumentos necesarios para preservar su correcto funcionamiento. Pese al esfuerzo realizado y a su considerable complejidad, los resultados alcanzados probablemente sean insuficientes, pues se han construido sobre la base de instrumentos de coordinación política y de la actuación de organismos y comités internacionales con facultades limitadas por sus propias características. Aun así, el nuevo marco institucional plantea problemas de legitimación desde la perspectiva del principio de Estado de Derecho, en particular, en materia de fuentes.

En la Unión Europea, se ha planteado en qué medida las reformas institucionales operadas y las actuaciones de las autoridades europeas se encontraban amparadas y resultaban compatibles con los Tratados europeos, en particular, en el ámbito de la Unión Bancaria. En efecto, el artículo 127.6 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, TFUE, prevé que puedan encomendarse al Banco Central Europeo únicamente tareas específicas en materia de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y de otras entidades financieras. Además, la estructura de gobierno que se establece para el Banco Central Europeo no está concebida para asegurar la independencia entre las funciones de política monetaria y de supervisión prudencial. Estas limitaciones han condicionado naturalmente la configuración del mecanismo único de supervisión (15). Por otra parte, merece la pena recordar que la compra de bonos en los mercados secundarios por el Banco Central Europeo (16) llevó al Tribunal Constitucional alemán a plantear ante el Tribunal de Justicia de la Unión europea cuestiones prejudiciales acerca de si ello infringía la prohibición de adquisición directa de instrumentos de deuda prevista en el artículo 123 del TFUE. El Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha resuelto que la Decisión del Banco Central Europeo se encontraba incluida en el ámbito de la política monetaria en las funciones que tiene atribuidas (Sentencia de 11 de diciembre de 2018 en el asunto C-493/17).

Volviendo al marco internacional, para poder apreciar su alcance, conviene detenerse en el papel del Comité de Basilea, sobre la regulación bancaria, en el del IFRS Foundation (*International Financial Reporting Standards Foundation*), en materia contable, y en el del IAASB (*International Auditing and Assurance Standards Board*), en materia de auditoría, con particular referencia al caso europeo.

El Comité de Basilea está integrado por las principales autoridades nacionales con competencia en materia bancaria. Hasta el año 2013, ni siquiera contaba con una carta sobre su constitución. El Comité de Basilea elabora estándares, directrices y guías de buenas prácticas y verifica su observancia por parte de los diferentes Estados. Para que la implementación de los documentos sea vinculante para las entidades de crédito requiere su incorporación normativa a nivel estatal o europeo. No hay una instancia internacional que los imponga, pero las entidades de crédito que no los cumplan pueden ver restringido o encarecido el acceso a los mercados financieros internacionales. La autonomía de los Estados o de la UE para separarse

(15) UGENA, «El Mecanismo Único de Supervisión Europeo», *Revista de Derecho de la Unión Europea*, núm. 27, julio-diciembre 2014, núm. 28, enero-junio 2015, pp. 139-158.

(16) Decisión (UE) 2015/774 del Banco Central Europeo, de 4 de marzo de 2015, sobre un programa de compras de valores públicos en mercados secundarios (DO 2015, L 121, p. 20), en su versión modificada por la Decisión (UE) 2017/100 del Banco Central Europeo, de 11 de enero de 2017 (DO 2017, L 16, p. 51).

de los documentos elaborados por el Comité de Basilea se ve de esta forma hasta cierto punto limitada. De este modo, se puede producir una inversión de la relación entre las autoridades bancarias, normalmente configuradas como agencias independientes, y el parlamento y los gobiernos. De manera simplificada podría decirse que serían las propias autoridades bancarias las que vendrían a fijar las reglas que aplican una vez hayan sido sancionadas por los respectivos parlamentos, mediante la incorporación de su contenido o mediante el establecimiento de delegaciones normativas en cascada. Esta situación afecta de forma significativa a los principios constitucionales de legitimidad democrática y del Estado de Derecho. Para garantizar esos principios parece necesario introducir mecanismos que confieran legitimidad a la participación de las autoridades bancarias en estos procesos internacionales, como puede ser la información, la rendición de cuentas y la toma de posición, bien del parlamento o del gobierno, según el caso.

La forma en la que en el ámbito de la Unión Europea se ha procedido a la incorporación de los documentos elaborados por el Comité de Basilea ilustra lo que se acaba de indicar, con independencia de la complejidad del marco normativo e institucional europeo. La normativa básica se encuentra contenida en las directivas y en los reglamentos aprobados en materia de supervisión prudencial y en materia de resolución de entidades de crédito (17). Esta normativa fundamental se completa por los reglamentos delegados y por los reglamentos de ejecución aprobados por la Comisión Europea a través de un procedimiento complejo en el que participa la Autoridad Bancaria Europea –que al igual que el Comité de Basilea, es una entidad basada en la cooperación de los reguladores nacionales– mediante la elaboración de los proyectos de normas técnicas [arts. 10 y 15 del Reglamento 1093/2010 (18)]. La normativa nacional ha de incorporar las normas europeas, mediante disposiciones legales y su correspondiente desarrollo reglamentario, incluidas las emanadas de las autoridades bancarias nacionales. Entre las directivas y los reglamentos existen referencias cruzadas lo que determina la necesidad de aplicarlas conjuntamente con la normativa nacional. Finalmente, la Autoridad Ban-

(17) Las normas fundamentales que integran el Código de Regulación bancaria son las siguientes: 1) la Directiva 2014/59/UE, de 15 de mayo, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) 1093/2010 y (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo; 2) La Directiva 2013/36/UE de 26 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE; 3) el Reglamento (UE) 575/2013, de 26 de junio, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) 648/2012; 4) la Directiva 2014/49/UE, de 16 de abril, relativa a los sistemas de garantía de depósitos y 5) la Directiva (UE) 2015/2366, de 25 de noviembre, sobre servicios de pago en el mercado interior y por la que se modifican las Directivas 2002/65/CE, 2009/110/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) 1093/2010 y se deroga la Directiva 2007/64/CE. Además de estas normas, también hay que tener en cuenta el Reglamento (UE) 806/2014, de 15 de julio, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución y se modifica el Reglamento (UE) 1093/2010.

(18) Reglamento 1093/2010, de 24 de noviembre, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), se modifica la Decisión 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/78/CE de la Comisión.

caria Europea emite directrices y recomendaciones contenidas en las Guías publicadas por la Autoridad Bancaria Europea con la finalidad de garantizar la aplicación común, uniforme y coherente del Derecho de la Unión (art. 16 del Reglamento 1093/2010). Las Guías están dirigidas a las autoridades competentes y a las entidades financieras que deberán hacer todo lo posible para atenerse a estas directrices y recomendaciones. Con el objetivo de facilitar la aplicación de esta compleja regulación, la Autoridad Bancaria Europea elabora el Código de Regulación Bancaria que determina, *de facto*, el régimen efectivamente aplicable.

Resulta ilustrativo a este respecto el considerando 34 del Reglamento 1024/2013, de 15 de octubre, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito:

«Para el desempeño de sus funciones y el ejercicio de sus competencias de supervisión, el BCE deberá aplicar las normas sustantivas relativas a la supervisión prudencial de las entidades de crédito. Dichas normas estarán formadas a partir de la legislación correspondiente de la Unión, en particular los reglamentos directamente aplicables o las directivas, como las relativas a los requisitos de capital para las entidades de crédito y a los conglomerados financieros. Cuando las normas sustantivas relativas a la supervisión prudencial de las entidades de crédito estén establecidas en Directivas, el BCE deberá aplicar la legislación nacional que incorpore dichas Directivas. Cuando la legislación aplicable de la Unión esté compuesta por reglamentos y en los ámbitos en que dichos reglamentos, en la fecha de entrada en vigor del presente Reglamento, otorguen expresamente opciones a los Estados miembros, el BCE debe aplicar también la legislación nacional que incorpore dichas opciones al ordenamiento jurídico nacional. Se entenderá que dichas opciones excluyen las opciones que únicamente son accesibles para las autoridades competentes o designadas. Esto se entiende sin perjuicio del principio de la primacía del Derecho de la Unión. De ello se deduce que el BCE, al adoptar directrices o recomendaciones o al tomar decisiones, debe basarse en el Derecho vinculante de la Unión que corresponda y actuar de conformidad con el mismo.»

La referencia a la normativa contable también resulta significativa de las tensiones que se producen con los principios de legitimidad democrática y del Estado de Derecho. En esta materia, los organismos internacionales que elaboran los estándares son el IFRS Foundation, cuyo predecesor fue el IASC (International Accounting Standards Committee) y el IAASB, en materia contable y de auditoría respectivamente. Se trata de organismos internacionales de carácter privado. La incorporación de las normas o estándares elaborados por estos organismos al ordenamiento europeo se hace mediante un mecanismo que trata de respetar mínimamente los procedimientos europeos de elaboración de normas.

En efecto, el artículo 3.º del Reglamento (UE) 1606/2002, de 19 de julio, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad, establece que corresponde a la Comisión Europea decidir sobre la aplicabilidad de las normas internacionales de contabilidad en el ámbito de la Unión Europea. Los requisitos que se establecen a este respecto consisten en que no sean contrarias al principio de imagen fiel ni al interés público europeo y que cumplan con las exigencias de comprensibilidad, pertinencia, fiabilidad y comparabilidad. De conformidad con lo dispuesto en este Reglamento, se aprobó el Reglamento (UE) 1126/2008, de 3 de

noviembre, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad, reglamento que ha sido sucesivamente modificado en paralelo con los cambios introducidos en las NIC. Las normas internacionales de contabilidad adoptadas en virtud de este Reglamento 1126/2008 se aplican en la Unión Europea tal y como han sido fijadas por IFRS Foundation.

En materia de auditoría, el artículo 26 de la Directiva 2006/43/CE, relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas (19), determina la aplicación de las normas internacionales de auditoría adoptadas por la Comisión Europea. La adopción de las normas internacionales de auditoría por la Comisión Europea se hace mediante actos delegados [arts. 9 y 39 del Reglamento núm. 537/2014 sobre la auditoría legal de las entidades de interés público (20)]. A este respecto, se prevé que la Comisión Europea podrá adoptar aquellas normas internacionales de auditoría cuando hayan sido desarrolladas según un procedimiento, supervisión pública y transparencia apropiados y sean aceptadas de forma general en el ámbito internacional; cuando contribuyan a un elevado nivel de fiabilidad y calidad de las cuentas anuales; cuando favorezcan el interés público europeo y sean compatibles con la normativa europea sobre auditoría.

Los estándares internacionales en materia contable habitualmente se incorporan y se aplican tal y como han sido establecidos por los organismos internacionales. El procedimiento legislativo europeo vendría a suponer, de hecho, una suerte de sanción formal de estos estándares. Como se puede apreciar, las exigencias y los procedimientos establecidos por esta normativa resultan probablemente insuficientes desde la perspectiva de los principios del Estado de Derecho en la concepción tradicional de estos principios (21).

En materias que fundamentalmente son de carácter técnico –y en particular en el ámbito de la normalización industrial de productos– es habitual tanto la incorporación como la remisión a estándares o normas elaboradas por expertos. Las características de estos estándares –como la objetividad, la especificación, la fiabilidad contrastable o la falta de contenido valorativo–, hacen posible la determinación legal de su vigencia por remisión para la consecución de los objetivos generales que se pretenden alcanzar: la seguridad, la salud, etc.

Ahora bien, este no es el caso de la regulación financiera. En el sector financiero –y también en materia contable según la forma de operar propia de la técnica contable–, se podría decir que la norma técnica, la norma elaborada por los expertos, es ineludiblemente valorativa y su contenido responde, se dirige y resulta consistente con una determinada perspectiva de valoración. Corresponde al legislador determinar los fines de interés general que se han de alcanzar mediante la aplicación de las normas financieras y contables adecuadas a dichos fines, cuyo conteni-

(19) Directiva 2006/43/CE, de 17 de mayo, relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas, por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo y se deroga la Directiva 84/253/CEE del Consejo.

(20) Reglamento 537/2014, de 16 de abril, sobre los requisitos específicos para la auditoría legal de las entidades de interés público y por el que se deroga la Decisión 2005/909/CE de la Comisión.

(21) Sobre los problemas que se suscitan en materia de fuentes en la ordenación de la contabilidad en el Reglamento (UE) 1606/2002, GONDRA, «El nuevo rumbo del derecho de balances europeo: las opciones que se abren al legislador española», *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 23, 2004, pp. 30 y ss.

do viene fijado en lo sustancial por el propio legislador, con independencia de que su aplicación se deba hacer de acuerdo con las normas y principios elaborados por los expertos.

Como en cualquier otro sector de la vida social, la ordenación del sistema financiero se dirige a la consecución de unos fines que deben quedar fijados democráticamente, de acuerdo con los procedimientos constitucionales. Por esta razón, a diferencia de lo que sucede en los ámbitos estrictamente técnicos, en materia financiera no parece posible que se pueda admitir un sistema de remisión a normas elaboradas por expertos. Sería imprescindible que la regulación jurídica estableciera los fines que se pretenden alcanzar y su delimitación básica. En cambio, no hay inconveniente en que lo dispuesto normativamente pueda ser interpretado, completado y aplicado de acuerdo con las normas técnicas, financieras y contables, que sean más apropiadas. Resulta inherente a esta materia, en efecto, el recurso a conceptos jurídico-indeterminados, como el principio de una contabilidad ordenada, adecuada a la actividad de la empresa, tradicional en la legislación mercantil. A este respecto, con el fin de poder incorporar al Derecho europeo los estándares internacionales, la normativa europea ha tenido que asumir como propia la perspectiva valorativa y los fines desde los que se elaboran los estándares internacionales. Aun así, el régimen actual en materia de fuentes viene a convertirse, de hecho, en un procedimiento de incorporación dinámico y prácticamente en blanco, que explica las insuficiencias señaladas desde el punto de vista de la legitimidad democrática y del principio de Estado de Derecho. Estas carencias resultan especialmente relevantes si se tiene en cuenta que la tipificación de infracciones se suele hacer mediante tipos en blanco que remiten a la regulación mercantil o administrativa o incluso a normas de origen autorregulatorio privado.

2. EL ALCANCE DE LAS EXIGENCIAS DE CAPITAL EN FUNCIÓN DE LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO COMO PRINCIPIO BÁSICO DE LA REGULACIÓN BANCARIA

El sistema financiero constituye un sector de la vida económica que plantea una serie de cuestiones específicas en su regulación relacionadas con las características propias de la actividad financiera, como el problema estructural que se deriva de préstamos a largo plazo y depósitos a la vista o la trascendencia para los intereses generales, el riesgo sistémico que genera la retirada masiva de los depósitos en caso de crisis o la atención a las necesidades de crédito. Todas ellas tienen implicaciones en la estabilidad del sistema financiero. En la actualidad, la problemática se ha hecho más compleja como consecuencia de diferentes factores como la internacionalización de los mercados, el desarrollo tecnológico o el volumen de la actividad que fuerza a un tratamiento agregado y estandarizado de los riesgos asumidos por las entidades.

La respuesta que se ha dado tras la crisis de 2007/2008 no cambia la concepción de la regulación bancaria que se había implantado antes de la crisis. No se pretende volver al sistema de la regulación surgido tras la crisis de 1929, en parte porque probablemente no sea posible por los factores que se acaban de señalar. Es más, en materia de resolución de entidades de crédito, se ha adoptado un sistema

de *bail-in* en contraste con el sistema de *bail-out* que normalmente se seguía antes de la crisis. Este planteamiento probablemente se deba a las condiciones del contexto actual, con independencia de que también sigan presentes las posiciones político-económicas que motivaron la reforma de los años ochenta del pasado siglo. La dimensión internacional de los mercados financieros, la universalización operativa que permiten las tecnologías de la información, entre otras razones, constituyen un obstáculo en estos momentos para un modelo de regulación bancaria que se base en la supervisión efectiva del sistema financiero por parte de las autoridades nacionales. En este contexto, probablemente resulte inevitable que la forma de alcanzar la estabilidad del sistema financiero descansa primordialmente en la garantía de la cobertura de los riesgos por las propias entidades financieras. Ello obliga a asegurar que cuentan con los recursos necesarios para desarrollar su actividad, incluso en situaciones adversas, y, en caso de crisis, que se pueda proceder a la resolución sin tener que acudir a la ayuda pública, porque puede no resultar posible o conveniente contar con el apoyo del Estado.

Así pues, la regulación bancaria se sigue basando en buena medida en la determinación de las exigencias de capital en función de los activos ponderados por riesgo. Junto a este principio fundamental se han previsto otras medidas adicionales, como la atención a los riesgos macroeconómicos, el coeficiente de apalancamiento o el coeficiente de liquidez. La base de esta forma de regular el sistema financiero se encuentra en la fiabilidad de la información contable financiera y de los modelos económicos, así como de las herramientas analíticas que se emplean para la medición del riesgo, a partir de informaciones estadísticas.

Como es bien conocido, la fiabilidad de la información contable financiera descansa en un sistema de normas de valoración coherente que se ha de seguir en su confección (22). La perspectiva valorativa que se pretenda alcanzar resulta esencial para determinar el sistema de información contable-financiera. Las cifras que aparecen en los documentos contables son el resultado de aplicar una serie de principios de valoración, de estimaciones, que deben ser consistentes con las reglas contables en atención a los fines para los que se elabore la información contable-financiera. Resulta ineludible un cierto margen de relatividad, de apreciación valorativa, en la representación de la situación económica y de los resultados de la entidad y, en consecuencia, en el alcance de las herramientas analíticas que toman como base la información contenida en el balance de la entidad.

En atención a los fines de solvencia de las entidades de crédito y de la estabilidad del sistema financiero resulta esencial el establecimiento de una regulación contable apropiada. Los estándares de las NIC han sido ampliamente modificados a raíz de la crisis. Sin embargo, se mantienen las observaciones críticas realizadas desde el punto de vista de la perspectiva valorativa del sistema de información de las NIC. En efecto, como se ha señalado, las NIC se dirigen a proporcionar una información fiable, comparable y relevante para los inversores y para los agentes económicos pero no está concebido desde la perspectiva de la solvencia y la estabilidad del sistema financiero y, por tanto, no atiende satisfactoriamente a lograr

(22) Sobre este tema, véase, GONDRA, «Significado y función del principio de “imagen fiel” (*True and fair view*) en el sistema del nuevo derecho de balances», en *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea: estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, pp. 555 y ss.

estos objetivos (23). Asimismo, las características de la contabilidad ponen de manifiesto la conveniencia de contar también con medidas de otro tipo que vayan dirigidas igualmente a asegurar de forma efectiva la solvencia de las entidades. Puede servir como muestra la experiencia de los últimos años en los que no ha sido infrecuente que las entidades con dificultades económicas se vieran en la necesidad de reformular cuentas anuales auditadas y supervisadas por las autoridades competentes.

Junto a la información contable-financiera, la otra pieza fundamental en la regulación actual de las entidades de crédito consiste en la determinación de los activos ponderados por riesgo. A estos efectos resultan esenciales los modelos econométricos que se emplean en la medición de los riesgos. En los últimos años, estos modelos han experimentado un importante desarrollo.

En el pensamiento económico actual se puede decir que existe cierto consenso sobre una serie de cuestiones metodológicas como el enfoque cuantitativo, el recurso a las matemáticas para la modelización y la validación empírica; la importancia de la causalidad y la determinación de las regularidades y correlaciones, y sobre el aspecto normativo o prescriptivo de la economía. Con un cierto paralelismo con las leyes científicas, que no solo tendrían una validez causal y empírica, sino que también se verifican por la condición de predecibilidad, la economía tendría como objeto el análisis de las influencias y las correlaciones en los comportamientos económico-sociales para tratar de comprender y determinar las normas que rigen o deben regir y de esta forma predecir y, también, prescribir el funcionamiento eficiente del sistema económico.

El sector financiero es uno de los sectores en los que el recurso a los modelos econométricos resulta más utilizado, en particular, en el ámbito de los derivados, con el objetivo de estimar y poder dar cobertura –función prescriptiva– a los riesgos asumidos. Los modelos econométricos han alcanzado un enorme desarrollo, gracias a la aplicación de modelos matemáticos y, también de la física, por la relevancia de la apreciación de la incertidumbre en los comportamientos económico-sociales. La computación y las tecnologías de la información han permitido potenciar su complejidad y asimismo mejorar la fiabilidad de los resultados alcanzados. Los modelos econométricos pueden partir del hombre racional económico –lo que no deja de ser una abstracción–, o tratar de medir las consecuencias de las conductas irracionales, como la aversión al riesgo. Pueden servir para verificar una determinada teoría económica o también se usan con objetivos simplemente económico-estadísticos. Su aplicación se ha extendido del ámbito económico en sentido estricto a otros sectores de la vida social, como la educación, la sanidad o el medio ambiente.

Con todo, el alcance que se puede lograr mediante el recurso a estos modelos econométricos desde el punto de su objetividad, verificabilidad empírica y fiabilidad es limitado (24). Los resultados que se alcanzan tienen base estadística y per-

(23) Con carácter general, véase la valoración crítica de GONDRA, «El nuevo rumbo del derecho de balances europeo: las opciones que se abren al legislador española», *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 23, 2004, pp. 19-47.

(24) BLAUG, *The methodology of economics. Or how economists explain*, segunda edición, 1992, reimpresión de 1997, Cambridge, pp. 244 y ss. Una valoración crítica del análisis económico del Derecho, GONDRA, «¿Tiene sentido impartir justicia con criterios de economía?», *Revista de Derecho*

miten llegar a conclusiones de tipo probabilístico. Los modelos econométricos resultan ineludiblemente reductivos para que se puedan aplicar. No hay un consenso metodológico sobre la forma de proceder para su adecuada elaboración. Las variables tomadas en consideración se determinan en función de la especificación perseguida con la formulación del modelo. Los datos que se recogen son una muestra en un contexto determinado que puede variar en el futuro. No es infrecuente, que, con los datos disponibles, se realicen análisis econométricos que lleguen a resultados contradictorios. Todas estas cuestiones afectan a su fiabilidad y, sobre todo, a su capacidad predictiva. Esto es especialmente patente en relación con la posibilidad de medición de riesgos para proceder a su cobertura (25).

El sistema financiero, como el mercado o la actividad económica, forma parte de la sociedad y como tal su funcionamiento no se produce por leyes deterministas causales. Como en otros sectores de la sociedad, pero probablemente de forma más objetiva y fiable en el ámbito económico, es posible descubrir factores que influyen o correlaciones mediante la aplicación de modelos matemático-estadísticos que permiten verificar una teoría o llegar a resultados sobre una base de regularidad con fundamento en la probabilidad. Ahora bien, también presentan condicionamientos, como se ha observado que han de ser tomados en consideración a la hora de recurrir al empleo de este tipo de herramientas por el legislador, por las autoridades competentes y por las entidades financieras.

De hecho, en la legislación bancaria actual se echa en falta el recurso a otras medidas para la consecución de los fines que se pretenden alcanzar en la regulación. La información contable financiera y las herramientas econométricas de medición del riesgo son, sin duda, elementos necesarios, pero también hay que tener en cuenta sus limitaciones objetivas. Resulta, por tanto, necesario aplicar también disposiciones de otro tipo dirigidas a asegurar la solvencia de las entidades de crédito y su correcta gestión con el fin de alcanzar los intereses generales presentes en este sector.

En materia bancaria, probablemente, el aspecto más decisivo y trascendental consista en un adecuado control del riesgo efectivo inherente a la concesión de crédito. A este respecto, la exigencia de que las entidades de crédito cuenten con capital suficiente para cubrir los riesgos que asuman contribuye también, aunque de forma indirecta, a promover una gestión prudencial que evite la asunción de riesgos excesivos, ya que la realización de operaciones por la entidad de crédito tiene como límite que cuente o pueda contar con recursos propios suficientes. Ahora bien, de manera directa este sistema no se dirige a la apreciación y valoración del riesgo efectivo de cada operación concreta sino que pretende garantizar que los riesgos asumidos de forma agregada por la entidad se encuentren suficientemente cubiertos. Un marco normativo como el de Basilea que descansa fundamentalmente en los requerimientos del capital para la cobertura del riesgo conduce, en consecuencia, a una gestión del riesgo que atiende al aseguramiento del riesgo y no tanto al control del riesgo en sí mismo con independencia de que el riesgo se encuentre o no cubierto. Los procedimientos de gobierno corporativo en

Mercantil, núm. 226, 1997, pp. 1545-1672, en particular, sobre la fundamentación científico-racional del análisis económico del Derecho, pp. 1603 y ss.

(25) IZQUIERDO, «Modelos estadísticos del riesgo y riesgo de los modelos estadísticos», *Empiria: Revista de metodología de ciencias sociales*, núm. 3, 2000, pp. 101-129.

relación con la asunción del riesgo de las entidades tienen como objetivo asegurar que se han adoptado las medidas establecidas en relación con la evaluación del riesgo y con la determinación del capital exigido en función del supuesto de que se trate, pero estos procedimientos no están centrados en el control sobre el riesgo efectivo concreto de cada operación. Tampoco la supervisión por parte de las autoridades regulatorias atiende de forma directa al riesgo efectivo asumido por la entidad en las diferentes operaciones concretas, sino que lo hace más bien de una forma refleja. En un marco normativo que se apoya en requerimientos del capital, la supervisión se centra en el control del cumplimiento de estos requerimientos y en los procedimientos de la entidad que aseguren que se observan las exigencias establecidas en relación con la cobertura del riesgo.

Como se puede apreciar, las reformas introducidas en aplicación de Basilea III van a exigir que las entidades financieras se encuentren más capitalizadas, cuenten con mayores recursos para la cobertura de los riesgos y tengan un mejor y mayor control de los riesgos que asumen de forma agregada y estandarizada. Sin embargo, probablemente sean insuficientes y no del todo apropiadas, con independencia del coste y de la complejidad que conlleva su implementación. Por otro lado, es posible que tampoco resulte efectivo o creíble el marco de resolución de *bail-in* que se pretende imponer, en particular, en un supuesto de crisis sistémica y generalizada. Uno de los objetivos de la regulación financiera es evitar las consecuencias de una retirada masiva de depósitos de las entidades que se podría precipitar ante la posibilidad de una eventual resolución, como ya ha sucedido. Conviene tener en cuenta, además, que el sistema de *bail-in* encarece y dificulta la emisión de instrumentos de capital, sobre todo, cuando aparecen dificultades económicas y también puede afectar negativamente a la obtención de liquidez en esos momentos, cuando resulta más necesario, como se ha puesto de manifiesto en la experiencia reciente europea. Cuestión distinta es que sea posible un sistema de regulación diferente en el contexto actual de internacionalización de los mercados financieros. Ahora bien, precisamente por este motivo resulta más necesario tomar en consideración y atender a los problemas estructurales que no se han podido resolver y que siguen presentes.

3. REFERENCIA AL FUNDAMENTO DE LAS REFORMAS SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO

De forma similar a lo que ha sucedido en otras materias, las reformas que se han introducido tras la última crisis que se ha atravesado tratan de resolver algunas de las cuestiones que se han detectado, pero no cambian el modelo regulatorio sobre la estructura y organización de las sociedades cotizadas. Desde los años noventa del pasado siglo se ha generalizado el conocido como *corporate governance* como forma de regular esta materia. Es probable que, también en este ámbito, el mantenimiento de esta configuración normativa responda a los condicionamientos derivados de la internacionalización de los mercados financieros, con

independencia de que también sigan presentes las posiciones político-económicas que están en el origen de este movimiento (26).

Uno de los problemas estructurales básicos de las sociedades cotizadas consiste en que los inversores toman sus decisiones en consideración a la rentabilidad económica de su inversión, pero, como normalmente no tienen un porcentaje relevante en el capital de la sociedad, carecen de interés por participar de manera activa en el control de la sociedad debido al desequilibrio que se plantea entre el esfuerzo que conlleva el ejercicio del control y la efectividad que pueda llegar a tener su implicación activa en la organización social. De esta forma, los ejecutivos de la sociedad cotizada y, también, los accionistas de control o los que pueden ejercer una influencia significativa tienen la posibilidad de aprovecharse de su posición y ejercer el poder de decisión de la sociedad cotizada (o influir en él) en interés propio y en detrimento de los intereses sociales y de los intereses de los accionistas minoritarios. Al mismo tiempo, la dimensión y la actividad que desarrollan las sociedades cotizadas explican la tendencia a la institucionalización de las sociedades cotizadas por la trascendencia de la gestión para los intereses de los inversores y, también, para trabajadores, proveedores, para los *stakeholders*, y para los intereses generales.

El movimiento de gobierno corporativo trata de atender a estas cuestiones estructurales confiando en el propio funcionamiento de los mercados a partir de ideas como la hipótesis de la eficiencia de los mercados, la creación de valor para los accionistas, el conflicto de agencia o el riesgo moral, como es conocido. Se considera, en este sentido, que el mercado promueve una gestión eficiente y objetiva el margen de discrecionalidad empresarial de los gestores (27). En efecto, la gestión empresarial desde la perspectiva de la óptica de los precios se lleva a cabo mediante una planificación económica según criterios de eficiencia. En este sentido, tanto los mercados de valores como los mercados en los que operan las sociedades cotizadas determinan una forma de gestionar las empresas de una manera eficiente y encauzan la autonomía empresarial para lograr este objetivo. En consecuencia, la mejor opción para resolver los problemas estructurales de las sociedades cotizadas para el movimiento de gobierno corporativo consistiría en favorecer la autorregulación por las sociedades cotizadas y en potenciar la transparencia. En caso de que se vea apropiada o necesaria una intervención se considera preferible la vía de las recomendaciones y de los incentivos al establecimiento de normas rígidas (*soft law*). Se da preferencia igualmente a la previsión de deberes de publicidad frente a la introducción de normas de carácter imperativo. La imposición de obligaciones o prohibiciones debería, en principio, evitarse e interpretarse de forma estricta en la medida en que suponen restricciones al funcionamiento del mercado con base en la libre iniciativa económica.

(26) Sobre los fundamentos y la crítica del movimiento de gobierno corporativo, véanse los trabajos de GONDRA: «100 años de debate sobre el “gobierno corporativo”. La importancia del contexto», *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 52 (enero-abril 2018), 2018; «La teoría contractual de la Sociedad Anónima. Una aproximación a sus fundamentos teórico-económicos», *Revista de Derecho Mercantil*, 2010, pp. 1171 y ss.

(27) Sobre una exposición y una visión crítica de este tema, véase, PARKINSON, *Corporate power and responsibility*, Oxford, 1993, reimpresión, 2000, pp. 113 y ss.

Este planteamiento puede que resulte inevitable en el marco actual para la articulación de los mercados financieros internacionales en los que los emisores captan inversiones y se financian en diferentes mercados y en los que los inversores, en particular, los inversores institucionales, operan asimismo en distintos mercados. En este contexto, el movimiento de gobierno corporativo, sobre la base de la autorregulación, la transparencia y la fiabilidad de las informaciones que se difunden, permite ofrecer a los inversores una cierta confianza en que las sociedades cotizadas se encuentren correctamente gestionadas. Una regulación más intensa, resulta difícilmente compatible con la dimensión internacional de los mercados. Sin embargo, el mercado no asegura de forma suficientemente efectiva la diligencia en la gestión y, sobre todo, no evita ni puede resolver las situaciones de conflicto de interés.

En estos momentos, algunas de las ideas que están en la base del movimiento de gobierno corporativo han sido cuestionadas y se encuentran en revisión también por ciertas corrientes del pensamiento económico. La crisis ha puesto de manifiesto algunas deficiencias considerables. Las medidas que se han adoptado para tratar de resolverlas están teniendo un alcance limitado desde el punto de vista de la consecución de los objetivos perseguidos. La reforma en materia de retribuciones puede resultar ilustrativa. Una de las razones que la ha motivado era que se consideraron excesivas e injustificadas. Pues bien, en la actualidad, las remuneraciones de los ejecutivos son todavía más elevadas que antes de la crisis, mediante sistemas de retribución bastante más complicados pero que no parecen estar evitando de forma eficaz los excesos, la asunción de riesgos y la gestión a corto plazo como se pretendía.

Los problemas fundamentales que presentan las sociedades cotizadas son problemas complejos, se encuentran en su mismo origen y configuración estructural (28). Probablemente no sea posible una solución definitiva y sea imprescindible proceder por tanteo, mediante ajustes de la regulación en función de las cambiantes circunstancias socioeconómicas. Un régimen excesivamente estricto puede tener consecuencias negativas desde el punto de vista de la eficiencia en la gestión. En cambio, una regulación que no atienda adecuadamente a la autonomización e institucionalización del poder de decisión puede permitir un aprovechamiento injustificado de su posición y un ejercicio contrario a los intereses sociales, a los intereses de los accionistas y también para los *stakeholders* y para los intereses generales. El contexto actual condiciona indudablemente el tratamiento de estas cuestiones y de ahí la necesidad de comprender adecuadamente el alcance y las limitaciones que presenta la regulación vigente y las reformas que se han introducido. La internacionalización de los mercados financieros puede suponer un obstáculo para una regulación más intensa y lleva a confiar en la autonomía de la voluntad y a recurrir a la vía de las recomendaciones y de la transparencia. Las reformas han tratado de reforzar el régimen, pero no han cambiado la concepción de fondo. Se trata de un planteamiento que puede no resultar suficientemente efectivo y adecuado para la consecución de los objetivos de la regulación de la estructura de organización de

(28) GONDRA, «El control del poder de los directivos de las grandes corporaciones. La historia de un problema recurrente en una pieza esencial del sistema económico», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 269, 2008, pp. 841-899.

las sociedades cotizadas, como se ha puesto de manifiesto a raíz de las sucesivas crisis económicas que se han producido.

En el caso de las entidades de crédito, la crisis financiera ha puesto de manifiesto la inadecuación de los principios del movimiento de gobierno corporativo para la ordenación del poder de decisión, la supervisión y el control de estas entidades. Las deficiencias en la ordenación de la estructura de organización de las entidades de crédito se pueden apreciar desde una triple perspectiva: la supervisión, la responsabilidad y los sistemas de retribución (29).

La supervisión de la actividad de una entidad de crédito resulta especialmente compleja por la dificultad de apreciar en cada momento la capacidad de las contrapartes de cumplir con la financiación concedida por el banco o por los problemas estructurales de liquidez, entre otros motivos. El Consejo de Administración debe poder confiar en el cumplimiento de las exigencias regulatorias por parte de los ejecutivos y directivos que desempeñan las funciones clave. Si en toda sociedad cotizada, es difícil que los consejeros independientes puedan realizar una supervisión efectiva, en las entidades de crédito, esta dificultad resulta aún mayor. Al mismo tiempo, la posibilidad de los accionistas de ejercer el control de los administradores también presenta mayores dificultades objetivas que en cualquier otra sociedad cotizada.

Por otro lado, desde la perspectiva de la responsabilidad de los administradores en la consecución del interés social, hay que tener en cuenta la relevancia de la penetración de intereses externos a los de la propia entidad de crédito y, también, la trascendencia de intereses generales como la concesión de crédito a las empresas y a las familias, la estabilidad del sistema financiero, etc. Asimismo, desde el inicio de la crisis se ha puesto de manifiesto la falta de adecuación de los sistemas de remuneraciones orientados a la creación de valor del accionista en las entidades de crédito desde el punto de vista del control del riesgo y de la consecución de intereses a largo plazo. Las medidas que se han adoptado para mejorar el ejercicio del poder de decisión y la supervisión tienen una efectividad limitada y está abierto el debate sobre cómo hacerlo en materias como la selección de los cargos, los sistemas de remuneración, el control del riesgo, el reconocimiento de los intereses externos, en particular de los titulares de bonos –si deben o no participar en los órganos de la entidad–, el alcance de las funciones de las autoridades regulatorias en esta materia, etc. Son cuestiones cuyo tratamiento resulta complejo y que tampoco se pueden resolver de una manera definitiva, pero permiten comprender las carencias que había antes de la crisis y el alcance de las medidas adoptadas.

VI. CONSIDERACIÓN FINAL

Los mercados financieros tienen una serie de características que determinan las especialidades de su regulación. En particular, el sector bancario presenta debilidades estructurales, como la necesidad de asegurar los depósitos dinerarios de los impositores o la apreciación del riesgo de crédito en operaciones a largo plazo con

(29) DAVIESHOPT, «Non-shareholder voice in bank governance», en *Governance of financial institutions*, ed. por Buschiferrari/niivan Solinge, Oxford, 2019, 118 y ss.

cambios entre el contexto de su concesión y el de su cumplimiento como consecuencia de la evolución socioeconómica. Con el fin de potenciar la confianza en el sistema financiero, la normativa bancaria trata de ofrecer una apariencia de consistencia formal que, probablemente, vaya más allá de lo que resulte posible. Las reformas que se han introducido a raíz de la crisis han tratado de corregir las deficiencias detectadas y han pretendido crear un marco que potencie la imagen de solidez del sistema financiero.

Como se ha destacado a lo largo de este trabajo, la regulación actual descansa en la autocobertura del riesgo por las entidades de crédito mediante la exigencia de los recursos propios necesarios en función de los activos ponderados por riesgo como principio fundamental. Este principio se apoya en la fiabilidad de la información contable financiera y de los modelos econométricos. Se trata, sin duda, de elementos esenciales si bien se echa en falta una mayor atención a la perspectiva de la solvencia y de la estabilidad del sistema financiero en materia de balances. Pero también resulta necesaria una mayor consideración a medidas de otro tipo, sobre todo, en el ámbito de la Unión Europea, como la supervisión del riesgo efectivo concreto asumido con independencia de su cobertura, la limitación de las actividades de riesgo en las entidades depositarias, el establecimiento de mecanismos de liquidez apropiados por parte de las autoridades competentes sobre todo en los momentos de dificultades, la garantía efectiva de los depósitos, la competencia y la honorabilidad de los gestores, la independencia de las autoridades de supervisión respecto de las entidades supervisadas, etc., sin mencionar otros aspectos derivados de la conexión de la actividad bancaria con los intereses económicos y sociales generales.

Pervive en última instancia una excesiva confianza en los mercados y, también, una asunción insuficientemente crítica de determinadas consideraciones del pensamiento económico. Estos factores han estado en la raíz de las últimas crisis y, en la medida en que no ha cambiado este planteamiento de fondo, el alcance de las reformas que se han producido va a ser ineludiblemente limitado.

Cuestión distinta es que se pueda ir más lejos en estos momentos por la tensión entre la dimensión internacional de los mercados financieros y el carácter nacional de los Estados y de las autoridades competentes. Los problemas señalados desde el punto de vista de la legitimación y del principio del Estado de Derecho ponen de manifiesto las dificultades que presenta la configuración de un marco institucional apropiado a las circunstancias actuales.