

LA SUPERVISIÓN FINANCIERA: SITUACIÓN ACTUAL Y TEMAS PARA DEBATE

Gonzalo Gil y Julio Segura (*)

(*) Gonzalo Gil pertenece al Banco de España, y Julio Segura, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y a la Universidad Complutense de Madrid.
Este artículo es responsabilidad exclusiva de los autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España ni de la CNMV.

El proceso de transformación del sector financiero ha traído —está trayendo— cambios importantes tanto en la orientación de la supervisión financiera como en el diseño institucional de la misma. El artículo tiene como objetivo analizar dichos cambios y debatir sobre las alternativas que, a corto y medio plazo, se plantean en estos momentos respecto a la arquitectura de los sistemas supervisores nacionales y europeos.

Para ello, después de hacer una síntesis de dichos cambios, se analizan, concretamente, los introducidos en dos economías de la Unión Europea: el modelo holandés de *twin peaks* y el británico de supervisor único. A continuación, se estudia la situación en la UE, descentralizada y con competencias residenciadas en cada Estado miembro, poniendo de relieve sus insuficiencias. Las posibles mejoras en el modelo supervisor español compatibles con las alternativas en debate en Europa y un capítulo final de recapitulación y conclusiones cierran el artículo.

1 Introducción

Las dos últimas décadas han presenciado una intensa transformación del sector financiero, entre cuyas múltiples causas se encuentran la eliminación de barreras al libre movimiento de capitales, la desregulación guiada por la idea de un mayor respeto a los principios de mercado, la ampliación del abanico de instrumentos financieros, la internacionalización de los mercados, la desaparición de las fronteras entre los sectores tradicionales —banca, seguros y valores— y las innovaciones tecnológicas de las comunicaciones. Este proceso ha traído consigo cambios importantes tanto en la orientación de la supervisión financiera como en el diseño institucional de la misma. El objetivo de este artículo es analizar estos cambios y debatir sobre las alternativas que, a corto y medio plazos, se plantean en estos momentos respecto a la arquitectura de los sistemas supervisores nacionales y europeo.

El artículo se organiza de la siguiente forma. En el epígrafe 2 se hace una síntesis de los cambios experimentados por el sector financiero y de sus características básicas. Los epígrafes 3 y 4 se dedican a la descripción y análisis de los cambios supervisores introducidos en dos economías que representan los dos modelos básicos existentes: el modelo holandés —de *twin peaks*— y el británico —de supervisor único—. En ambos casos se explican los motivos del cambio, se describe su contenido y se valoran sus ventajas e inconvenientes relativos. El epígrafe 5 trata de la supervisión en la Unión Europea, descentralizada con competencias residenciadas en cada Estado miembro, señalando las insuficiencias de la misma en un mundo en que las empresas financieras más importantes operan de forma transfronteriza, lo que permite discutir las ventajas e inconvenientes relativos de los dos modelos en debate (el enfoque Lamfalussy ampliado y el de *lead supervisor*). El epígrafe 6 se ocupa del modelo supervisor español y plantea posibles mejoras en el mismo, compatibles con las alternativas en debate en Europa. El artículo se cierra con un epígrafe 7, de recapitulación y conclusiones.

Los autores hemos acotado el tema de forma opinable, pero que conviene tener en cuenta para que el lector sepa qué puede —y qué no puede— encontrar en el mismo. Supervisión, regulación y estabilidad financieras son temas con amplias intersecciones. La supervisión existe porque hay regulación, y uno de los objetivos de cualquier regulación financiera es preservar la estabilidad del sistema financiero. Y esta última depende de infinidad de factores, entre los que los más relevantes son la supervisión prudencial de las empresas financieras, el adecuado funcionamiento de los sistemas de pago y de las plataformas de compensación y liquidación, y el funcionamiento eficiente de los mercados.

El artículo se centra en los aspectos de supervisión prudencial —de solvencia— y de normas de conducta de los agentes en los mercados. Solo en contadas ocasiones trata de la protección a los usuarios e inversores o de la supervisión de plataformas de compensación y liquidación. También trata —solo en forma ocasional— temas explícitos de estabilidad financiera en su sentido amplio.

2 Cambios en los mercados y supervisión

2.1 CAMBIOS GENERALES

Aunque todos los sectores de la economía han experimentado profundos cambios en los últimos años [Crockett (2001a, 2001b)], en el caso del sector financiero estos han sido más acentuados y rápidos. Quizás el hecho de que el financiero haya sido un sector fuertemente regulado ha ayudado a que el cambio se perciba como más dramático; pero no solo es esto, ya que hay que tener en cuenta que además ha sido —y sigue siendo— un sector de intensa utilización de los productos derivados de la innovación tecnológica de comunicaciones, que se han desarrollado muy rápidamente en el pasado reciente.

Varios elementos han participado en la aceleración de este cambio y todos ellos se han estimulado mutuamente. Es indudable que un elemento básico en todo el proceso ha sido el rápido desarrollo de las innovaciones tecnológicas, y en especial en el procesamiento de datos y en la rapidez de las telecomunicaciones.

Por otra parte, tanto las autoridades reguladoras como los propios agentes financieros han aceptado el hecho de que los procesos de mercado, como elemento básico en la administración de recursos, podían proporcionar una guía adecuada para la asignación eficiente de los mismos. Esto, a su vez, ha propiciado el proceso de desregulación intenso que las autoridades responsables han desarrollado en los últimos años.

Estos elementos se han añadido a un rápido crecimiento de la actividad financiera en relación con el PIB de todas las economías, y, alimentados por todo lo anterior y estimulándolo a un tiempo, los productos financieros también han experimentado un rápido proceso de sofisticación, creciente complejidad y opacidad en algunos casos, desapareciendo a su vez las fronteras entre sectores financieros.

Partiendo [Borio (2006)] de los procesos de liberalización financiera y globalización de la economía real, se ha formulado la hipótesis de que estos cambios pueden estar alterando el funcionamiento de la economía y, como consecuencia, también los problemas con que pueden enfrentarse las autoridades monetarias y prudenciales.

2.2 REPERCUSIONES EN LA SUPERVISIÓN

Todos los elementos descritos han supuesto un importante estímulo de cambio para las autoridades supervisoras. Estos cambios han tenido lugar en un doble frente: en los contenidos y orientación de la supervisión y en la reorganización institucional de dichas actividades. En ambas direcciones el cambio ya está en marcha, pero es previsible una aceleración del mismo en un futuro inmediato.

a. Mayor complejidad en los contenidos

Algunos elementos de la evolución general comentada han estado incidiendo directamente sobre los contenidos de la supervisión, estimulando un proceso de adaptación por parte de las autoridades supervisoras. Entre ellos cabe señalar como más importantes los siguientes:

Las distinciones entre subsectores financieros se están haciendo mucho más difusas como consecuencia de la desregulación y la presión de los mercados. Los productos se han hecho mucho más sofisticados y complejos, al tiempo que las capacidades operativas de las entidades han aumentado, y su actuación abarca todas las actividades de banca, seguros y valores. Como consecuencia de todo ello, su capacidad de asumir riesgos y la posibilidad de su trans-

ferencia, acelerada por la creciente sofisticación operativa, han dotado al sistema de una mayor *resilience*, pero, al mismo tiempo, más propenso a la prociclicidad y, posiblemente, con un carácter más sistémico [Goodhart (2006) y Mishkin (2006)]. Como parte del mismo proceso desregulador, la competencia en los mercados se ha desarrollado intensamente y se ha reforzado la creación de valor para el accionista como objetivo prioritario en la gestión, transformando el *return on equity* en un elemento dinamizador de la captación de capital y la asignación eficiente del mismo.

Las autoridades supervisoras han reaccionado a los cambios antes mencionados y ya se ha iniciado, en los contenidos de la supervisión, un proceso de revisión que se acelerará en el futuro¹.

Posiblemente, el elemento que más ha influido en el pasado reciente sobre la forma de hacer supervisión ha sido la consideración del riesgo y el peso preponderante que se le ha dado en la estrategia de las entidades, tema directamente vinculado con el Acuerdo de Capitales.

Si bien hasta ahora la que era normativa internacional (Basilea I), seguida por más de 200 países, había desempeñado un papel básico en la regulación, y representado un gran avance respecto a la situación anterior, el efecto de los desarrollos antes descritos la había hecho perder gran parte de su eficacia. Esto movió a los diferentes países, entre ellos el nuestro, a reforzar en sus enfoques nacionales la supervisión orientada al riesgo, yendo más allá de lo que Basilea I marcaba.

La percepción de este hecho y la necesidad de un cambio están en la base de los trabajos realizados en los últimos años por el Comité de Basilea, que han culminado en el Acuerdo de Capitales (junio de 2006), y cuya aplicación en la UE, mediante la transposición de la Directiva ya aprobada, está en marcha en todos los países integrantes de la misma. El proceso de elaboración del Acuerdo ha requerido un esfuerzo continuado durante mucho tiempo, por su complejidad, por los distintos tipos de entidades a los que afectará, por la amplitud de su cobertura a nuevos tipos de riesgos no contemplados en el Acuerdo anterior (riesgo operativo) y por su ampliación a otras áreas, tales como la revisión supervisora y la transparencia y disciplina de mercado.

No obstante, a lo largo del proceso de elaboración del Acuerdo se produjeron cambios importantes y la comunidad financiera se mentalizó y concentró su atención en asuntos como la necesidad de una adecuada medición del riesgo y su monitorización, la mayor atención a la exposición a precios o el mantenimiento de un adecuado nivel de capital y reservas para hacer frente a pérdidas esperadas e inesperadas, entre otros. En resumen, el Acuerdo «ha supuesto un movimiento desde la regulación basada en el control directo por tipos de actividades y flujos financieros hacia la supervisión; un movimiento, en otras palabras, desde el cumplimiento de restricciones de cartera hacia una valoración sobre si la administración general de una empresa financiera se está ejerciendo con prudencia» [Crockett (2001)].

Es evidente, además, que este nuevo Acuerdo tendrá repercusiones importantes, pues el cambio de orientación que comporta inducirá modificaciones en aspectos tales como grados de transparencia e información mucho más amplios que los vigentes tanto para las entidades como para los supervisores, mayor atención a las infraestructuras de los mercados financieros, etc. Una supervisión, en suma, más comprensiva, orientada al riesgo y más transparente.

1. Como se ha mencionado, un cambio ya en marcha, tanto por el convenio de Basilea II como por el hecho de que el seguimiento prudencial se ha complementado con nuevos enfoques y usos de instrumentos cuantitativos, indicadores de vulnerabilidad, etc. Los ejercicios de evaluación de los sistemas financieros del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial están desarrollando un papel clave en este aspecto.

Por no mencionar los cambios que necesariamente deberán producirse en la captación de profesionales de características menos tradicionales con currículums académicos orientados hacia una perspectiva macrofinanciera^{2, 3}.

Además de ello, la hipótesis del cambio en la dinámica de la economía, antes formulada, implica la necesidad de reforzar la orientación macroprudencial de las estructuras de supervisión existentes, que se está concretando en: 1) un estímulo de las políticas prudenciales de protección mediante la constitución de amortiguadores en buenos tiempos (provisión anticíclica) que beneficiarían tanto a las entidades como al sistema en su conjunto; 2) el mejor control de los riesgos de las entidades en el desarrollo de Basilea II, y 3) el reforzamiento de la coordinación, a distintos niveles, de las autoridades prudenciales y monetarias [Borio (2006)].

En definitiva, las autoridades supervisoras han respondido —ya llevan tiempo haciéndolo— a los cambios de la única forma posible: no entorpeciendo los desarrollos de los mercados, facilitando el *level playing field* para todas las entidades y adaptándose ellas mismas con el fin de mantener la estabilidad y la *resilience* de sus sistemas financieros.

b. Cambios en las estructuras de supervisión

Ante los cambios antes mencionados, la pregunta pertinente podría ser: ¿por qué cambiar la estructura de la supervisión?, ¿no se podría seguir trabajando con la estructura sectorial tradicional e ir completando sus inevitables lagunas con medidas que aumentarían su orientación al riesgo, que establecieran estándares prudenciales más desarrollados, que mejoraran la transparencia, mediante comités de contacto, acuerdos de cooperación entre supervisores, etc.? Antes de pasar revista a las posiciones académicas acerca de estas cuestiones, quizás lo más práctico sea reformular la pregunta en el siguiente sentido: ¿por qué han cambiado los países que lo han hecho?

Un documento de trabajo del Banco Mundial [Martínez y Rose (2003)] ofrece respuesta a nuestra pregunta. Basándose en un análisis sobre un grupo de 15 países desarrollados y en vías de desarrollo, los autores explicitan las razones que los agentes han dado como justificación del cambio desde un sistema sectorial a otro consolidado. Por orden de importancia decreciente, las razones aducidas son:

- La creciente necesidad de mejorar la supervisión para hacer frente a los procesos de consolidación de instituciones y la desaparición de fronteras entre sectores.
- El máximo aprovechamiento posible de las economías de escala y alcance.
- Los problemas derivados de la escasa cooperación y de la dificultad de comunicación entre supervisores, más acentuada en el caso de que surjan problemas.
- La minimización de las lagunas y, en su caso, de solapamientos entre supervisores.
- La necesidad de reestructuración de las agencias supervisoras como consecuencia de una crisis previa que precipita el proceso de cambio.
- Otras circunstancias relacionadas con diferentes fallos en supervisión y regulación.

2. *Wall Street Journal* (noviembre de 2006). «Algunas de las mejores inteligencias del sistema financiero americano han unido sus cabezas y han dado con un diagnóstico para los problemas competitivos de Wall Street: demasiados abogados... También mencionan el batallón de sabuesos legales que emplea la US Securities and Exchange Commission». 3. «Ponemos un énfasis creciente en la captación de profesionales con experiencia directa en la industria de servicios financieros, que tengan habilidades directivas y experiencia técnica en determinadas áreas del sistema» [FSA (2007)].

De la lista merece destacarse un punto sobre el que se volverá en este artículo. Tres de los 15 países adoptaron el modelo de supervisión integrada como consecuencia de una crisis: México y Corea del Sur en diciembre de 1994 y noviembre de 1997, respectivamente, y Suecia a comienzos de la década de 1980. Además, los dos países cuyo sistema de supervisión se analiza en este artículo (Holanda y Gran Bretaña) mencionan los cambios en la estructura de sus sistemas financieros como razón para el cambio, aunque en este último los problemas derivados del caso Barings debieron tener algún efecto (véase más adelante el epígrafe 4).

La decisión sobre la forma idónea de organizar la supervisión solo tiene sentido cuando se vincula a la realidad de la evolución de los mercados; por ello el grado de desarrollo de cada sistema, el carácter de su propio mercado nacional, su actividad transfronteriza y su vinculación a un área más amplia, sobre todo si tiene como objetivo la creación de un mercado único financiero, son algunos de los factores que condicionarán la decisión.

Expresado en otros términos, la decisión, en cada caso, dependerá del equilibrio entre las sinergias de elementos comunes y los conflictos entre elementos incoherentes, y «puesto que la importancia de los diferentes *trade-off* puede variar entre sistemas financieros distintos y estructuras legales diferentes, es lógico pensar que el acuerdo sobre objetivos de orientación de la supervisión pueda variar según los países» [Abrams y Taylor (2000)].

Teniendo en cuenta todas las consideraciones anteriores, puede hacerse un rápido análisis de las razones aducidas a favor de uno u otro modelo. El contraste se plantea entre un modelo sectorial y otro que, en términos generales, podemos llamar consolidado, sin entrar en las posibles variantes que uno y otro pueden tener.

Un primer argumento a favor de la supervisión unificada, el de más calado, es el relacionado con los cambios estructurales en los mercados y la consolidación entre entidades. Generalmente, este argumento se presenta en relación con la existencia de conglomerados financieros y, más genéricamente, con el grado de concentración de las actividades financieras. En estas circunstancias, una supervisión por sectores puede dificultar la valoración adecuada de todos los riesgos, ya que estos pueden aparecer en áreas del conglomerado que sean desconocidas para alguno de los supervisores. Aunque la existencia de conglomerados es un punto fuerte del argumento, lo cierto es que incluso con una menor presencia de los mismos el argumento sigue siendo válido, dado que una sola entidad puede estar desarrollando su actividad en áreas sometidas a diferentes jurisdicciones supervisoras.

En la mayor parte de los casos estos problemas tratan de resolverse mediante el desarrollo de instrumentos que mejoren la colaboración entre supervisores. Frente a este mecanismo, la supervisión unificada cuenta a su favor con una mayor rapidez en la captación de información. La existencia de un liderazgo reconocido y sus ventajas se aprecian con más evidencia en caso de problemas.

Otro argumento a favor de una estructura consolidada es que resulta más compatible con la necesaria neutralidad del supervisor y contribuiría a reducir el arbitraje regulatorio que puede manifestarse en la existencia de operaciones similares, desarrolladas por diferentes entidades, ofreciendo productos semejantes, sometidos a diferentes reguladores, o una institución supervisada por diferentes autoridades. En todas estas circunstancias se corre el riesgo de que la actividad pueda ser desviada hacia las áreas del sistema con supervisión más tolerante. La reducción de solapamientos entre supervisores y, en su caso, la existencia de lagunas son también elementos que se deben tener en cuenta.

Otro importante grupo de argumentos a favor de la estructura consolidada se refiere a la eficiencia y a las economías de escala. Compartir la infraestructura, la administración, los sistemas de soporte informático, el desarrollo más fácil de las tecnologías de la información a partir de un tamaño mínimo crítico, etc., son factores importantes para el cambio.

Una razón adicional que recibe un apoyo bastante generalizado se basa en el hecho de que la supervisión consolidada ofrece una mayor claridad en la asunción de responsabilidades y de que el problema de la rendición de cuentas está mejor resuelto en este caso que en otros.

Por último, existen otras razones vinculadas a la mayor facilidad para crear equipos que se beneficiarían de informaciones de diferentes fuentes, a la visión más completa de los potenciales problemas, a la mayor sencillez en la transmisión de informaciones, etc.

Por su parte, las argumentaciones en contra de la unificación son deducibles sin más que formular en negativo las anteriores argumentaciones: la unificación hace menos claros los objetivos de la agencia supervisora, las economías de alcance son más difíciles de conseguir dadas las diferentes regulaciones de los sectores, aparecerían las deseconomías de escala típicas de los monopolios, el equilibrio entre objetivos sería más complicado, el riesgo de incremento de la burocracia, el efecto *christmas tree*⁴, el riesgo reputacional, etc.

Un argumento al que la literatura presta especial atención, no tanto para negar la mayor, sino para aconsejar precaución, es el del *moral hazard*. Los participantes en los mercados supervisados de forma unificada pueden suponer que todos los clientes que trabajan con las entidades sometidas a un mismo supervisor tendrán los mismos niveles de protección y que la protección que hoy tienen los clientes bancarios sería automáticamente generalizable a todos.

Además, deberían tenerse en cuenta los aspectos más prácticos del problema, tales como el necesario cambio regulatorio, las dificultades inherentes al propio proceso de transformación, la posibilidad de que, aprovechando la misma, aparezcan intereses espurios o el «efecto Pandora» [FMI (2000)].

Pero, sean cuales sean las razones, lo cierto es que existe una clara tendencia hacia la consolidación de las entidades supervisoras a nivel nacional [BCE (2006)].

c. El papel del banco central

De toda la discusión anterior hay un punto al que conviene dar un tratamiento separado: ¿qué papel debe desempeñar el banco central (BC) en una estructura de supervisión unificada? O, dicho de otra forma más directa: ¿supervisión dentro o fuera del BC?

Posteriormente se analizarán dos modelos de supervisión (Gran Bretaña y Holanda), ambos consolidados y que atribuyen papeles muy distintos al BC correspondiente, pero antes puede ser útil plantear algunas reflexiones generales sobre el papel de los BC.

También en este tema las estructuras institucionales de cada país marcan los aspectos prácticos de la organización, pero en lo que sí parece existir consenso es en que los BC y los supervisores deben trabajar en estrecha vinculación, sea cual sea la estructura organizativa que se adopte. Goodhart (2000) defiende esta posición para el caso de países desarrollados, «manteniendo el supuesto de que debe seguir existiendo alguna forma de supervisión, los

4. *Christmas tree effect*: atribuir a la nueva institución que se crea, aprovechando el cambio, competencias adicionales que rellenen vacíos existentes no previstos inicialmente, con responsabilidad de la nueva estructura que surge.

supervisores bancarios/financieros deben trabajar estrechamente con el banco central, y viceversa, cualquiera que sea la estructura organizativa». Para países con sistemas financieros menos desarrollados se pronuncia claramente por el BC como sede de la supervisión [Abrams y Taylor (2000)].

La implicación del BC en la supervisión se apoya tanto en el hecho de que el sistema bancario puede sufrir crisis sistémicas como en que los aspectos macro y microprudenciales de la estabilidad financiera se encuentran progresivamente más relacionados entre sí. Además, la implicación de los BC en la supervisión prudencial permite aprovechar sinergias informacionales relevantes [Brouwer (2002) argumenta esta posición en detalle]⁵.

Merece la pena enfatizar dos aspectos: el hecho de la posible pérdida de información y el problema de los períodos de inestabilidad. Goodhart subraya, en relación con el primero de ellos, el hecho de que la posible pérdida o inexactitud de la información, en el caso de que el supervisor no sea el BC sino otra entidad separada, no se debe a que no exista deseo de informar al BC, sino a la pérdida de los mecanismos internos que, dentro del BC, conducen a esa búsqueda de información. En relación con el segundo punto, Goodhart (2000) se plantea el problema de que, si al BC se le priva de la obtención de su información microeconómica de las entidades, ¿podría saber qué preguntar a la agencia separada encargada de esta tarea, antes de que el problema haya aparecido?, ¿sería demasiado tarde?

Esta misma idea es reforzada por Ferguson (2000), quien muestra su preocupación sobre hasta qué punto la pérdida de contacto con el día a día puede privar a un BC de la capacidad de interpretar adecuadamente la información regular diaria, dificultando así la toma de decisiones que podría adelantarse a la efectiva aparición de una crisis. Otro argumento interesante es el formulado por Paddoa (2002). Ya se ha mencionado que la supervisión ha ido incrementando su atención hacia la medición del riesgo y la importancia que en este sentido va a tener la vigencia de Basilea II. Pues bien, dados el directo conocimiento y participación operativa que tienen los BC en los mercados bancarios y de valores, que les ha hecho expertos en la medición de riesgos, y dado que en el próximo futuro las tareas supervisoras más importantes van a estar relacionadas con la medición y validación de los modelos de calibración de riesgos en el marco de Basilea II, parece inevitable el papel clave que van a desempeñar los BC en el desarrollo de la supervisión.

5. «Puesto que el sistema bancario puede experimentar crisis sistémicas, los bancos centrales tienen que estar implicados en regulación financiera y supervisión. En el ámbito nacional esta implicación puede revestir diferentes formas, dependiendo de las estructuras financieras específicas y de preferencias políticas... La implicación es importante por tres razones fundamentales. Primero, los bancos centrales son responsables de la estabilidad financiera y existe una estrecha relación entre esta y la supervisión prudencial. Bancos centrales implicados en la supervisión están en una posición óptima para valorar la dificultad de un banco individual, la actuación de factores comunes que afectan a la estabilidad de grupos de intermediarios, y la probabilidad y potencial impacto de *shocks* macroeconómicos en los mercados nacionales e internacionales. Además, los bancos centrales son prestamistas en última instancia y desempeñan un papel importante en el tratamiento de las crisis. La segunda razón es que los aspectos macro y microprudenciales de la estabilidad financiera están cada vez más estrechamente interrelacionados. La regulación microprudencial puede tener consecuencias macroprudenciales y macroeconómicas. Esto ha sido evidente, por ejemplo, en las discusiones sobre los posibles efectos económicos de los nuevos requerimientos de capital y específicamente en las consecuencias sectoriales de los requisitos de capital en función del riesgo. Por otra parte, puede pensarse en el impacto de las políticas de provisiones de los bancos, en el debate sobre el *full fair value accounting* o en las políticas de riesgo país. Finalmente, la competencia de los bancos centrales también será necesaria en la discusión sobre la supervisión de la liquidez. Dados estos estudios vinculados entre aspectos micro y macro de la supervisión prudencial, no es una coincidencia que el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea incluya tanto supervisores como bancos centrales. Tercero, los bancos centrales deben estar implicados en regulación prudencial y en supervisión porque existen importantes sinergias en relación con la información. La implicación de los bancos centrales en los mercados financieros internacionales, de los sistemas de pagos y de las operaciones de política monetaria es extremadamente válida para la ejecución de las tareas de supervisión. Al mismo tiempo, los mejores conocimientos obtenidos en la ejecución de la supervisión prudencial son importantes para la adecuada ejecución de la política monetaria y la vigilancia de los sistemas de pagos.» [Brouwer (2002)].

Un reciente análisis realizado por el Banco Central Europeo [BCE (2006)] respalda las consideraciones anteriores: «el análisis confirma que los bancos centrales, en general, están de una manera extensiva implicados en las actividades de supervisión... y en los casos en que el banco central no es la autoridad responsable de las decisiones finales en esta materia, existen acuerdos que garantizan la implicación del banco central en la supervisión.»

Más recientemente, Bernanke (2007) ha defendido que el mantenimiento de la actividad supervisora en la Reserva Federal es un elemento importante para desarrollar un papel efectivo en la prevención y tratamiento de la crisis. Debido a esta capacidad, la Reserva Federal puede responder con rapidez, eficacia y con mayor información de lo que sería posible en otras circunstancias.

Aunque el esquema supervisor de Estados Unidos es muy diferente del europeo, es cierto que la Reserva Federal desempeña un papel clave. Interesa, por ello, subrayar que las actividades supervisoras que tiene asignadas le dan una visión general que facilita las tareas preventivas en el mantenimiento de la estabilidad financiera. Este hecho subraya alguna de las ventajas que tiene para un BC el mantenimiento de las capacidades supervisoras⁶.

Para terminar, cabe aducir otras razones que avalan el papel del BC en la supervisión: el hecho de que «las sinergias entre los requerimientos de la supervisión prudencial y la sistémica son mayores que entre la prudencial y la supervisión de mercados; la independencia y credibilidad de los bancos centrales están bien establecidas; los flujos de información obtenidos por su intervención en los mercados; la necesidad de la información para ejercer la función de prestamista en última instancia, etc.» [Llewellyn (2006)].

Conviene, además, considerar que uno de los principales argumentos que tradicionalmente se consideraba para el alejamiento de la supervisión de la sede del BC, que era el hecho de los posibles conflictos de intereses entre la política monetaria independiente y las tareas de supervisión prudencial, ha dejado de tener fuerza en la UE [FMI (2004)].

3 El nuevo esquema de supervisión holandés

3.1 CARACTERÍSTICAS FUNDAMENTALES

El argumento para reformar el sistema de supervisión holandés fue, exclusivamente, la constatación de que las fronteras sectoriales sobre las que se basaba el modelo tradicional ya no eran sostenibles, y no hubo motivos relacionados con otro tipo de problemas o crisis sistémicas [Prast y Lelyveld (2004)]. Fueron, por tanto, el análisis del funcionamiento del mercado y la previsión de la tendencia futura, que los cambios estaban anunciando, los que impulsaron a las autoridades a acometer el proceso de transformación. El desarrollo de los mercados estaba ejerciendo continua presión sobre la eficiencia de las entidades, al tiempo que la desaparición de las fronteras tradicionales entre sectores, la desregulación y la posibilidad de realizar todo tipo de operaciones, con independencia del sector institucional al que cada uno perteneciese en origen, dieron lugar a la aparición de conglomerados financieros especialmente importantes en Holanda (el 90% del negocio bancario, el 70% del de valores y el 60% de seguros eran realizados por los conglomerados) [De Nederlandsche Bank (2005a)].

El intenso proceso de desregulación e innovación que registró el mercado financiero holandés en la última parte de la década de 1990 [Kremers, Schoenmaker y Wierts (2003)] condujo a crear, en el año 1999, un Consejo de Supervisores Financieros como foro donde los tres supervisores sectoriales existentes en aquel momento (bancos, seguros y valores) discutían y

6. El presidente de la Reserva Federal lo formula así: «las actividades supervisoras de la Reserva Federal le dan acceso a una gran riqueza de información sobre el sistema bancario. Además, sus actividades supervisoras le proporcionan información sobre instituciones financieras que no regula directamente y sobre los desarrollos del sistema financiero en su conjunto. También le permite obtener valiosa información sobre las empresas que hacen negocios con las empresas bancarias que supervisa.»

A. EL ANTIGUO MODELO HOLANDEÉS

	ESTABILIDAD FINANCIERA			SUPERVISIÓN DE MERCADOS		
	MACRO-PRUDENCIAL	MICROPRUDENCIAL		NO VALORES		VALORES
		SECTORIAL	TRANSVERSAL	SECTORIAL	TRANSVERSAL	
Bancos		BH		BH		
Compañías de seguros	BH	SFP	CSF	SFP	CSF	SV
Empresas de valores		SV		SV		

BH = Banco de Holanda; SFP = Seguros y Fondo de Pensiones; SV = Supervisor de Valores; CSF = Consejo de Supervisores Financieros.

B. EL NUEVO MODELO HOLANDEÉS

	ESTABILIDAD FINANCIERA		SUPERVISIÓN DE MERCADOS
	MACROPRUDENCIAL	MICROPRUDENCIAL	
Bancos	BH		AMF
Compañías de seguros			
Empresas de valores			

BH = Banco de Holanda; AMF = Autoridad de Mercados Financieros (sucesor del Supervisor de Valores).

FUENTE: Ministry of Finance. The Netherlands (2004).

trataban de resolver los problemas cada vez más frecuentes debidos a la ruptura de las fronteras entre sectores [Prats y Lelyveld (2004)]. De las discusiones en este Consejo surgió el consenso sobre la necesidad de un cambio en el esquema del supervisor holandés.

Esta situación condujo a la convicción de que, como la tarea del supervisor no es adivinar la evolución de los mercados, sino más bien crear unas estructuras que puedan hacer frente a los distintos tipos de desarrollos, el modelo existente ya no era viable y se tomó la decisión de sustituirlo por un modelo funcional basado en los *objetivos de supervisión*.

En el cuadro 1 pueden verse las características de la nueva estructura organizativa de la supervisión y su comparación con la que existía anteriormente: la supervisión sectorial tradicional. La supervisión se articula en torno a dos instituciones. Por un lado, el Banco de Holanda, que se hace responsable de la estabilidad financiera. Este objetivo comprende tanto la macro como la microestabilidad financiera, esto es, tanto la promoción de la solvencia de todas las entidades financieras individuales pertenecientes a cualquiera de los tres sectores tradicionales como la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Por otro lado, surge la Autoridad de los Mercados Financieros, que se ocupa de la supervisión de mercados (*conduct of business*), es decir, de la transparencia de los mercados, del cumplimiento de los códigos de conducta, de la información, de la protección al inversor y al consumidor de productos financieros de cualquier tipo, etc.⁷

7. A finales del año 2002 se propuso la plena integración entre Banco Central y la Supervisión de Seguros y Fondos de Pensiones, que fue aceptada por el Parlamento en el año 2003, fue iniciada en 2004 y solo en 2005 se ha cumplido, como se refleja en el cuadro 1 antes mencionado.

Descrita la nueva estructura de supervisión, puede tener interés ahondar en alguna de sus características y peculiaridades, así como en ciertos aspectos que se han puesto de manifiesto durante el cambio.

- a) Consolidación de la supervisión macro y microprudencial para todas las entidades del sistema en una sola institución

El argumento en el caso holandés, también aplicable en mayor o menor medida a otros países, es la eliminación de fronteras entre subsectores financieros y la concentración de gran parte de la actividad de los mercados en conglomerados financieros que dan un carácter sistémico a cualquier problema que pueda plantearse, haciendo que los enfoques macro y micro se solapen. Con la nueva orientación se producirán nuevas sinergias entre el análisis macroeconómico, la estabilidad sistémica general y el análisis microprudencial [De Nederlandsche Bank (2004)]. La consolidación entre ambos tipos de supervisión tiene ventajas adicionales en el caso de crisis financieras, ya que permite la toma de decisiones más rápidas, dado que el conocimiento del funcionamiento de las entidades individuales facilita el despliegue de actuaciones preventivas antes de que el problema se materialice [FMI (2004) y Goodhart (2000)]^{8, 9}.

- b) Unificación de la supervisión en el BC

Ya se han discutido las posiciones y argumentos en torno a esta opción de organización, y por ello no las vamos a repetir aquí. El FMI subraya en el informe ya mencionado el hecho de que uno de los principales inconvenientes para esta localización —el conflicto de intereses entre la política monetaria y la supervisión— ha dejado de existir en el marco de la UE.

Uno de los beneficios del cambio, que se han percibido como más importantes, fue la creación, en el Banco de Holanda, de un departamento de estabilidad financiera, «cuyo valor añadido es que consolida los conocimientos e informaciones disponibles en la división de Supervisión, la de Sistemas de Pagos, la de Política Económica y Monetaria, así como de la división de Mercados Financieros» [FMI (2004)]. Este nuevo enfoque mejora la supervisión prudencial ejercida para todo el sistema desde el Banco de Holanda. «El análisis macroeconómico puede contribuir a una más adecuada valoración de los riesgos y permite una supervisión más proactiva». Siendo la autoridad monetaria responsable de la vigilancia del sistema de pagos y, además, desarrollando sus actividades en distintos segmentos del mercado, le resulta más fácil obtener informaciones adicionales que pueden contribuir a una percepción más precisa de los riesgos prudenciales. Como autoridad responsable de la vigilancia y estabilidad del sis-

8. Kremers, Schoenmaker y Wiertz (2003). Las ventajas de este enfoque quedaron claras con motivo del 11-S, cuando, inmediatamente después del atentado, el Banco de Holanda pudo adoptar decisiones rápidas de acuerdo con los flujos de información procedentes de sus departamentos de sistemas de pagos, supervisión prudencial y política monetaria. 9. Un enfoque distinto es el adoptado por Prast y Lelyveld (2004), quienes, partiendo de las características que debe reunir la supervisión financiera (efectiva, eficiente y con orientación de mercado), las utilizan para valorar el modelo de supervisión holandés en dos direcciones: primera, valorando una serie de argumentos a favor y en contra de una supervisión integrada; y segunda, utilizando argumentos a favor y en contra de que dicha supervisión integrada se realice en el BC. Los argumentos, que son de carácter general, se valoran según su mayor o menor relevancia para el sistema financiero holandés. En ambos casos, la estructura establecida reúne una serie de elementos positivos que superan holgadamente a sus posibles elementos negativos. Subrayan, no obstante, que ese modelo de organización tiene también importantes aspectos por resolver.

tema de pagos, tiene una información sobre su funcionamiento y fiabilidad que puede utilizar en su supervisión prudencial. «Un adecuado funcionamiento del sistema de pagos es indispensable para la liquidez y, por lo tanto, para la estabilidad de las entidades financieras» [De Nederlandsche Bank (2004)].

c) Separación de la supervisión de mercados y la supervisión prudencial

Las diferencias conceptuales básicas entre los dos tipos de supervisión, así como las diferentes formas de instrumentación de las mismas, convencieron a las autoridades holandesas de la conveniencia de tomar esta decisión: «en el caso de la supervisión prudencial, el objetivo primario es asegurar la solvencia de las entidades financieras. En el caso de la supervisión de mercados, el objetivo primario es asegurar unas prácticas de mercado adecuadas, con atención particular a las relaciones entre las entidades financieras y sus clientes. Dadas estas diferencias, los significativos conflictos que pueden producirse sugieren mantener ambas supervisiones en organizaciones separadas» [Kremers, Schoenmaker y Wierdsma (2003)].

Un argumento adicional es el de las diferencias en los modos de actuación requeridos a la hora de aplicar cada una de ellas. Los diferentes grados de visibilidad que requieren ambas políticas (su mayor confidencialidad y discreción en el caso de la solvencia, frente a una aplicación más pública en el caso de la supervisión de mercados) aconsejarían también la separación mencionada.

La constatación de las dificultades de un proceso de esta índole, tanto en términos de costes como institucionales y legales, aconsejaron la creación de un convenio¹⁰ que, acompañando y adaptándose al cambio, permitiese mantener un proceso regular de consultas y, al tiempo, ofrecer solución a los problemas que se fueran planteando, especialmente en relación con los solapamientos entre supervisores [De Nederlandsche Bank (2005a)].

d) La fusión del BC con el supervisor de seguros y fondo de pensiones

Esta decisión tampoco estuvo exenta de riesgos. Conscientes de la importancia de la misma, fue llevada a cabo gradualmente y, además, previamente, las autoridades quisieron comprobar el grado de aceptación del BC entre las entidades supervisadas y el público en general. El resultado de la consulta fue muy favorable para el BC, pero el propio proceso (las contestaciones) alertó a las autoridades de una serie de riesgos. En primer lugar, se percibió la existencia, con la nueva estructura, del contagio potencial inmediato, si se producía falta de confianza en alguna de las ramas del nuevo supervisor. Una pérdida parcial se trasladaría automáticamente a todo el conjunto. Por otra parte, la opinión mayoritaria pensaba que el Banco de Holanda garantizaría, con la reforma, que ningún banco podía caer. Al incluir la responsabilidad sobre compañías de seguros, fondos de pensiones, etc., el riesgo del Banco de Holanda podía ser mayor y hacerlo, como consecuencia, más vulnerable. De aquí se derivaba la necesidad de desarrollar estrategias de comunicación en la preparación del cambio [FMI (2004)].

10. *DNB Annual Report (2005)*. El acuerdo ha sido actualizado en una reforma de la *Financial Supervisory Act*, que ha entrado en vigor en enero de 2007.

e) El gradualismo del proceso

Desde el comienzo, las autoridades holandesas consideraron que, dada la complejidad del cambio y la necesidad de mantener el sistema en funcionamiento, el gradualismo debía ser una condición inevitable. Nunca se consideró posible un *big-bang*¹¹.

Así, en 2001 solo se presentó en el Parlamento un proyecto que incluía la integración de la macro y microsupervisión prudencial en una sola entidad y la creación de la nueva Autoridad de Mercados Financieros. Mientras tanto, el Supervisor de Seguros y Fondos de Pensiones y el Banco de Holanda iniciaron un proceso de cooperación e integración, coordinando actividades y formando equipos conjuntos de especialistas, pero sin integrarse totalmente hasta el año 2005.

Es decir, una vez aprobada la integración de la supervisión del Banco de Holanda y la de Seguros, el desarrollo material de dicha supervisión se siguió haciendo por separado, con una colaboración más estrecha en todo lo referente a conglomerados.

Por otra parte, el hecho de que las autoridades holandesas hayan decidido la reforma de su sistema de supervisión sin la presión que genera una crisis bancaria ha permitido un desarrollo más acompasado.

Es obvio que la ausencia de presiones generadas por una crisis configura el escenario más favorable para emprender una reforma de este tipo, pero, aun así, el propio proceso de transición plantea riesgos que es preciso considerar. Una condición, que se considera como paso previo y que puede facilitar el proceso, es la necesidad de que en el sistema anterior se cumplan, para todas las partes, los requisitos de una supervisión efectiva en el sentido de los Principios de Basilea, pues de lo contrario la dificultad del proceso se vería acentuada por la situación de partida. Pero, aun superando dichos requisitos, los riesgos siguen presentes [Abrams y Taylor (2000)].

El propio proceso está sujeto a imponderables, tanto de carácter político como legislativos, y a potenciales actuaciones ajenas al proceso en sí, pero que pretenden de alguna manera utilizar el cambio.

El FMI (2000) insiste en lo impredecible del proceso de transformación y recomienda el máximo cuidado para evitar los efectos *Pandora's box*. Se mencionan otros aspectos que cabe considerar en este sentido: necesidad de normas de transparencia, rendición de cuentas e información continua al sector o sectores y al público en general, una adecuada atención a los procesos legales y su rápida aprobación, una correcta información sobre las sinergias que se esperan del cambio, problemas logísticos y de organización interna, choque de culturas distintas, etc.

11. Obviamente, la transformación del sistema de supervisión holandés no empezó en ese año; aquí nos estamos refiriendo al momento en el que comienza la elaboración intelectual de la creación de la nueva estructura de supervisión funcional, el *twin peaks*. Tanto en el informe del FMI, ya citado [FMI (2004)], como en Prast y Lelyveld (2004) pueden encontrarse explicaciones detalladas de las razones y los pasos que se habían dado hasta 2004.

f) Otros aspectos

El proceso de cambio afecta también a una serie de elementos, que son importantes —aunque colaterales— para el cuerpo principal del mismo.

La financiación de la supervisión se ve alterada en este proceso. Antes, mientras que el coste de la supervisión ejercida por el BC no repercutía sobre el sector supervisado, los otros supervisores sí repercutían sus costes.

Con el nuevo modelo se producen cambios importantes en la estructura de financiación y una mejora de la eficiencia. La tendencia es a que, cada vez con mayor intensidad, el coste operacional de la supervisión tienda a repercutirse, en todo o en parte, sobre el sector. Con la fusión, todos los ahorros de coste suponen beneficios para el sector supervisado. Desde este punto de vista, estas sinergias internas repercuten favorablemente en las entidades.

En este nuevo marco, en el que se ha empezado a utilizar un sistema mixto de financiación (público y privado), el BC elabora cada año un presupuesto independiente relativo a las tareas de supervisión. Este es respaldado por el Comité de Supervisión (*Supervisory Board*) y aprobado directamente por el Ministro de Finanzas¹².

Los fondos de seguro de depositantes e inversores constituyen uno de los problemas que toda la literatura señala como relevante a la hora de establecer una supervisión integrada por conocidos problemas de *moral hazard*.

Inicialmente, el Supervisor de Mercados era responsable del *Investor Compensation Scheme*, que, con la reforma, ha pasado a depender del BC. Como es obvio, los usuarios de los servicios bancarios, de seguros y otros tenían diferente situación en cuanto a la protección en caso de quiebra. Al fusionarse los dos supervisores ha existido una tendencia a considerar que el nuevo supervisor, el BC, ofrecería una cobertura similar a todos los supervisados. Esto no es así y, de hecho, la situación es distinta para los depositantes en los bancos e inversores y los tenedores de pólizas de seguros. Los primeros tienen una cobertura de 20.000 euros (el mínimo señalado por la Directiva) para los depósitos en efectivo, más una colectiva de hasta 20.000 euros por los valores mantenidos en custodia en el banco que entra en quiebra (la financiación de estos fondos, *on ex post*).

En cambio, en el caso de seguros no existen estas garantías, pero sí algunos procedimientos que tienden a asegurar que los costes de algunas compañías con problemas sean adquiridos por otra compañía más solvente. Esto se pone en práctica mediante una regulación especial que protege los activos de una compañía con problemas, de forma que estos se destinen con preferencia a compensar a los tenedores de pólizas. De momento se aplica a los seguros de vida, pero se está estudiando su aplicación a los seguros de no vida [De Nederlandsche Bank (2005a)].

12. De Nederlandsche Bank (2005), «Report of the Supervisory Board for the year 2005», en *Annual Report*. Este Comité ha dedicado la mayor parte de su actividad durante el año 2005, especialmente desde la fecha oficial de la fusión de ambas supervisiones (en octubre de 2004, pero también antes), a los aspectos operativos financieros, organizativos, de personal, etc., planteados por el cambio.

De hecho, como parte del establecimiento del nuevo modelo de supervisión funcional, existen una serie de leyes financieras que han sido integradas en una nueva *Financial Supervision Act*, publicada en enero de 2007. En ella, los anteriores sistemas de garantía de depósitos y el de inversores se han redefinido y, en el caso de depósitos, se ha incrementado la cantidad recuperable (De Nederlandsche Bank, www.dnb.nl).

4 La nueva orientación de la supervisión en Gran Bretaña

4.1 CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

También en el caso de Gran Bretaña la evolución de los mercados financieros ha sido la razón básica para el cambio de sistema, a lo que se ha añadido la circunstancia de una supervisión extraordinariamente fragmentada, «una plétora de diferentes supervisores» [Brown (1997)]¹³. Al igual que en el caso de Holanda, la existencia de conglomerados financieros planteaba también dificultades y, aunque el supervisor principal, en general, era el Banco de Inglaterra, no era infrecuente que cada conglomerado estuviera relacionado con cuatro o cinco supervisores.

Estas eran suficientes razones para el cambio, pero cabe pensar que un elemento adicional que pudo acentuar la urgencia y la orientación del mismo fue la crisis del *Barings Group*, que hizo patente la dificultad de la cooperación entre supervisores en circunstancias de crisis y la necesidad de un cambio en la organización del sistema [Bank of England (1995) y The Penrose Report (2004)].

Otra serie de razones se manejaron también como elementos catalizadores del cambio. El despilfarro de recursos que suponía, tanto para los supervisores como para la industria, el sistema anterior se puso de manifiesto cuando la nueva Financial Services Authority (FSA) ofreció a las empresas un solo punto de contacto para todas las obligaciones regulatorias, que fue acogido muy favorablemente. Junto a ello, también se consideró importante la mayor eficacia y eficiencia de la representación de los intereses de Gran Bretaña en las actividades internacionales.

Por último, hay que recordar que, en paralelo con el nacimiento de la FSA, se redefinió el ejercicio de la política monetaria por el Banco de Inglaterra, y en ella se le dotó de completa autonomía en el ejercicio de la misma y para la fijación de los tipos de interés (aquí podría mantenerse con plena vigencia, dado que Gran Bretaña no pertenece a la UEM, el argumento analizado en el punto anterior sobre la existencia de conflicto de intereses entre la supervisión de solvencia y la política monetaria). Esto motivó la opinión de que, en estas circunstancias, el mantenimiento de la supervisión en el Banco de Inglaterra podía perjudicar su independencia del Gobierno conseguida con esta decisión, crear problemas reputacionales al Banco y hacer más difícil su papel como prestamista en última instancia [Foot (2006)].

Inmediatamente después de las elecciones de mayo de 1997, el nuevo Gobierno anunció la independencia del Banco de Inglaterra en la elaboración de la política monetaria y la separación del mismo de la responsabilidad de la supervisión bancaria.

Los ocho supervisores que existían en ese momento se fusionaron en lo que inmediatamente después sería la FSA, que combinaría la supervisión microprudencial y la supervisión de mercados para todo el conjunto de servicios financieros. A partir de este momento, el Banco de

13. El acta de la intervención del Canciller del *Exchequer* en el Parlamento es importante porque marca con mucha claridad el punto de partida de la reforma financiera del sistema británico, tanto la reorganización de las funciones operativas del Banco de Inglaterra en todos los aspectos de la política monetaria (autonomía y sus limitaciones, creación del Comité de Política Monetaria, *accountability* y transparencia etc.) como la reorganización de la supervisión del sistema.

	ESTABILIDAD FINANCIERA		SUPERVISIÓN DE MERCADOS
	MACROPRUDENCIAL	MICROPRUDENCIAL	
Bancos	BH		AMF
Compañías de seguros			
Empresas de valores			
BH = Banco de Holanda; AMF = Autoridad de Mercados Financieros.			
B. EL MODELO BRITÁNICO			
	ESTABILIDAD FINANCIERA		SUPERVISIÓN DE MERCADOS
	MACROPRUDENCIAL	MICROPRUDENCIAL	
Bancos	BI		ASF
Compañías de seguros			
Empresas de valores			
BI = Banco de Inglaterra; ASF = Autoridad de Servicios Financieros.			

FUENTE: Ministry of Finance. The Netherlands (2004).

Inglaterra quedaría como responsable tan solo de la supervisión macroprudencial, es decir, de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

En junio de 1998 el nuevo regulador de los mercados comenzó su actividad y durante cuatro años fue un organismo en transición. Redactó acuerdos con los organismos que acabarían integrándose y empezó a trabajar antes de que la regulación estuviese disponible. Los acuerdos eran de contenido muy amplio y abarcaban todos los aspectos necesarios para el funcionamiento, desde el traslado de personal a la nueva sede, las nuevas condiciones de empleo, el tipo de servicios que ofrecía cada uno, etc. [Financial Services Authority (2000)].

En diciembre de 2001 la FSA adquirió en firme todos sus poderes legislativos, al aprobarse la *Financial Services and Markets Act* (FSMA). Terminado este proceso de reorganización, la supervisión en Gran Bretaña quedó de la forma que muestra el cuadro 2¹⁴.

El Banco de Inglaterra se ocupa de la supervisión macroprudencial, mientras que la supervisión microprudencial y la supervisión de mercados y sistemas queda encomendada a la FSA. Es, pues, este último un supervisor integrado para todas las instituciones financieras.

Un elemento de cierre y coordinación para el período de reforma fue la firma de un acuerdo de colaboración entre Tesoro, Banco de Inglaterra y la FSA en 1997. Se trataba con él de hacer frente a dos preocupaciones que se hicieron evidentes a raíz del proceso de reforma: en primer lugar, el Banco de Inglaterra había reformado su enfoque de la supervisión bancaria en 1994, dirigiéndola a integrar toda la información obtenida en mercados monetarios, de deuda, de cambios, etc. Obviamente, para la supervisión bancaria era un elemento importante la

14. Financial Services Authority (1997), *Financial Services Authority: an outline*.

4.2 REFLEXIONES SOBRE EL CAMBIO

utilización de este flujo informativo y, cuando se hizo evidente que el Banco de Inglaterra iba a perder la supervisión, surgió la preocupación de «cómo debería organizarse esta nueva división de responsabilidades, con el fin de que en el proceso se evitase que el Banco de Inglaterra perdiese contacto directo con una parte del flujo de información que venía recibiendo».

La segunda preocupación era cómo el Banco de Inglaterra podría mantener su papel de presamita en última instancia, cuando la información para actuar debía venir de otro organismo [Briault (1999 y 2002)].

Además, el acuerdo de colaboración antes mencionado establece la formación de un *Standing Committee*, que se reúne mensualmente para discutir casos concretos significativos y relevantes para la estabilidad financiera.

La supervisión, en el caso de Gran Bretaña, tiene un elemento común con la de Holanda, en el sentido de que ambas, por razones generales comunes (y algunas particulares), suponen un alejamiento de la supervisión tradicional sectorial. No obstante, las diferencias entre ambas son importantes (véase cuadro 2) y surgen del análisis de la evolución de los mercados financieros y sus perspectivas en cada uno de los dos países:

a) Separación de la supervisión macro y micro

Como hemos visto, el sistema holandés optó en favor de la consolidación de la supervisión macro y microprudencial para todas las entidades del sistema en una sola institución y, en su caso, su decisión fue residenciar la competencia conjunta en el BC.

La FSA sostiene que la consolidación de ambos supervisores, que era la característica del sistema holandés, no tiene mucho fundamento con una institución como la FSA, ya que, como afirma Briault (2002), «no está claro que, en la práctica, el regulador de riesgo sistémico vaya a actuar de forma diferente del regulador de protección de depósitos y, asentado dicho principio, todo se puede resolver con un único regulador con la adecuada diferenciación».

Todo ello es así porque el enfoque de la FSA basado en el riesgo, junto con su responsabilidad estatutaria y el ejercicio de sus actividades en el marco del acuerdo de colaboración (Tesoro, Banco de Inglaterra, FSA), le facultarán «para desempeñar un papel importante en el seguimiento y mitigación del riesgo sistémico». Por ello, es innecesario que el BC conserve sus facultades supervisoras, ya que, en estas condiciones, «la distinción que se hace entre supervisor micro y macroprudencial no es útil ni significativa, pues, en la práctica, la FSA está involucrada en ambas funciones» [Briault (2001)].

Es obvio que esta argumentación conduce a que no sea necesario que los BC tengan que desarrollar una supervisión prudencial y que la opción de la FSA es resolverlo mediante un BC responsable de estabilidad sistémica, sin poderes de supervisión, y un único supervisor para los restantes asuntos, siempre que haya buena comunicación entre ellos.

b) Supervisión de mercados separada o unida a supervisión prudencial

Como hemos señalado, una de las características más destacadas del caso holandés consiste en la separación de la supervisión prudencial de la de merca-

dos. La opción escogida por la reforma del sistema británico es distinta, al aplicar una supervisión unificada.

Así, una vez aceptado el hecho de que es innecesario el mantenimiento de la supervisión macroprudencial vinculada a la supervisión microprudencial, ya que las aportaciones macroprudencial y de estabilidad sistémica pueden ser ofrecidas por un BC especializado en este cometido y utilizado en el análisis conjunto en el marco del acuerdo de colaboración antes mencionado, es obvio que todas las argumentaciones analizadas en el caso holandés sobre los conflictos potenciales de mantener la supervisión prudencial unida a la de mercados no pueden compartirse.

La FSA sostiene [Briault (2002)] que generalmente no existen conflictos en la orientación conjunta, dado que: «ambos [supervisores] buscan proteger a los consumidores. En gran medida, ambos buscan mitigar los problemas surgidos de la asimetría de información entre consumidores y proveedores de servicios financieros». Defiende, no obstante, que tales conflictos pueden surgir y son muy difíciles de resolver, con independencia de cuál sea la estructura institucional de la supervisión. Pero hay que encontrar una solución «y, en la práctica, la FSA ha conseguido esto con una adecuada combinación de objetivos y rendición de cuentas». Concede que los problemas también pueden ser resueltos en el caso de supervisores separados, pero que esta orientación está amenazada por deficiencias de información.

El mismo criterio se aplica a la consideración de los aspectos que afectan a la industria en su conjunto, o que tienen implicaciones sectoriales, o que se refieren a infraestructuras o planes de contingencia.

c) Orientación de la supervisión, transparencia y rendición de cuentas

Partiendo del supervisor sectorial, la FSA marca la mayor distancia posible, el cambio más drástico, en el contenido y la forma de ejercer la supervisión [Financial Services Authority (2000)] hacia el modelo de supervisor único. Todos los elementos integrantes de esta nueva organización deben articularse de forma que la misma, centrada en una supervisión basada en principios y orientada al riesgo, pueda desempeñar su función adecuadamente. Fue así en los comienzos y lo ha seguido siendo hasta ahora. El *Better Regulation Action Plan* de diciembre de 2005 pretende reforzar la orientación de la supervisión basada en principios, en detrimento de la prescripción de reglas muy detalladas. Este enfoque fomenta la toma de decisiones por las propias empresas, favoreciendo la competencia y la innovación tanto nacional como internacional, no someténdolas a cargas administrativas innecesarias [Cole (2006)].

La solución regulatoria que se basa solo en reglas ex post, para conductas inadecuadas de los mercados, generalmente conduce a libros de normas de creciente contenido y, en definitiva, al tratamiento de los resultados finales, olvidando las causas originales de los fallos. Por supuesto, el distinto carácter de los mercados y la relación cliente-empresa hacen que este enfoque deba ser matizado de acuerdo con su carácter de «por mayor» o «por menor», de forma que debe lograrse un equilibrio adecuado.

Es evidente que esta orientación exige un esfuerzo de comunicación y transparencia muy intenso para que las políticas puedan actuar como guía complementaria de los principios. El contacto continuo con las empresas financieras, la accesibilidad del supervisor y la claridad en las respuestas son elementos básicos para el funcionamiento adecuado de la orientación de la FSA. Junto a ello, la atención a los diferentes sujetos sometidos a su supervisión, ya sean estos consumidores, empresas financieras, mercados, etc., es imprescindible si la orientación vía principios se quiere que funcione.

Al mismo tiempo, esta opción requiere, además del esfuerzo de transparencia mencionado, de una serie de elementos tales como el reforzamiento de la rendición de cuentas, tanto de la que podríamos llamar pública frente a las autoridades correspondientes como privada frente a las entidades financieras que supervisa.

Además, en la medida en que la FSA financia su presupuesto con cargo a las empresas supervisadas, su transparencia y *accountability* respecto al sector deben ser mucho más detalladas [Financial Services Authority (2006)]. En este sentido, desde sus comienzos está realizando progresos y ha publicado una considerable cantidad de material sobre todos los aspectos del desarrollo de sus responsabilidades. El FMI (2003) señala que este es un aspecto en el que la supervisión de Gran Bretaña está más desarrollada que en otros países¹⁵. Cabe subrayar, finalmente, que este esfuerzo de transparencia y comunicación sigue en nuestros días [Tiner (2006), Briault (2006) y Huertas (2006)].

En este contexto, la rendición de cuentas tiende a considerarse de una manera cada vez más amplia. Ya no se trata solamente de dar cuenta de cómo se desarrolla la actividad, si cumple sus objetivos, si es eficiente, etc.; también se trata de dar cuenta de la financiación de la misma, lo que sucede en los dos casos analizados¹⁶.

La financiación de la supervisión puede tener carácter público (dentro del presupuesto o a través del señoreaje), en cuyo caso recae sobre la sociedad a través de los impuestos. También puede ser financiada con un gravamen sobre las entidades financieras supervisadas, ya sea de forma total o parcial. La información institucional sobre este tema es fragmentaria, y la literatura sobre el mismo, bastante escasa. Evidentemente, cabría pensar que, como ocurre con otros aspectos de la supervisión, las circunstancias concretas de cada país —el tipo de supervisor, el tipo de mercados, la transformación en los mismos, la mayor o menor política de conglomerados, la aparición de crisis financieras, etc.— son las determinantes del sistema establecido [Masciandaro, Nieto y Prast (2006)]¹⁷.

15. «Aunque las diferencias no deben ser exageradas, es adecuado reconocer que el régimen supervisor de Gran Bretaña es menos prescriptivo, en general, que el de otros países, pero con un énfasis relativo mayor en las políticas para promover un adecuado desarrollo del gobierno corporativo y la disciplina de mercado» [FMI (2003)]. 16. Sobre el tema de las relaciones de independencia, interferencias políticas o de otro tipo, *accountability*, etc., véanse Quintyn y Taylor (2004) y Hüpkes, Quintyn y Taylor (2006). Los autores tratan de aclarar en los mismos la ambigüedad que en general impregna la relación independencia-*accountability* en el marco de la comparación de las características de bancos centrales frente a agencias regulatorias. Analizan, igualmente, los acuerdos formales de *accountability* en diferentes países. 17. Masciandaro, Nieto y Prast: «Nuestros resultados muestran que la regla financiera de la supervisión bancaria está relacionada con el tipo de autoridad supervisora: si el supervisor es un banco central, la financiación pública es lo más probable. Además, la estructura financiera del sector parece ser un factor significativo. Encontramos que la financiación a cargo de las entidades supervisadas es más frecuente en países con estructuras de mercado más desarrolladas, en comparación con las bancarias. Los supervisores bancarios europeos tienen mayor orientación hacia la financiación privada que los de otros países...»

Todos estos elementos han influido, como hemos visto, en la organización de la financiación de la supervisión en los dos casos objeto de estudio, con una mezcla de financiación privada total (Gran Bretaña) y un sistema mixto (Holanda)¹⁸.

d) Sistemas de seguro de depositantes e inversores

Como parte del proceso de reforma, se tomó la decisión de que todos los sistemas de compensación, tan dispares como los supervisores, debían reorganizarse. Por ello, desde el comienzo se tomó la decisión de establecer un único sistema de compensación, con un solo Consejo y sistemas administrativos armonizados.

Se constituyó así el *Financial Services Compensation Scheme*¹⁹, como una parte de la *Financial Services and Markets Act*, que estableció las bases legales para la FSA y fue operativa desde el momento en que entró en funciones esta última.

Se trata de un organismo independiente de cobertura prácticamente general para todas las empresas financieras autorizadas por la FSA, en algún caso con limitación de cantidad a pagar por la cobertura, pero en otros sin límite, que se financia con cargo a gravámenes establecidos sobre las empresas financieras. Estas últimas pagan, por sectores, tanto el coste de administrar el servicio como los pagos compensatorios que haya sido necesario realizar en su grupo. Los costes generales se sufragan con la contribución de todos los grupos. En este momento la FSA está revisando la estructura de financiación del sistema de compensación.

5 El modelo actual de supervisión financiera en la UE

Desde hace más de una década el sistema financiero europeo vive un intenso proceso de transformación, acelerado por la introducción del euro y el levantamiento de obstáculos a la integración financiera que ha supuesto la aplicación del Plan de Acción de Servicios Financieros (1999-2005), continuado con el *White Paper on Financial Services Policy* (2005-2010) de la Comisión Europea, de diciembre de 2005, en que se fija la agenda de medidas encaminadas a mejorar la supervisión financiera europea. Todos ellos son factores que han actuado como catalizadores en el proceso de integración financiera a escala europea, y sobre todo intracomunitaria. Es cierto que los valores de las cuotas de mercado de las entidades supranacionales son, en términos intracomunitarios, aún modestos, y que tanto la actividad de los grupos financieros como la de las infraestructuras de mercado tienen todavía un sesgo nacional significativo, pero no lo es menos que el proceso de integración se ha acelerado en los últimos tiempos y que los recientes movimientos corporativos indican una clara tendencia a la concentración e integración de las actividades e infraestructuras financieras.

Es obvio que la situación actual, en la que en la UE existe medio centenar de autoridades supervisoras financieras que, como se ha analizado en epígrafes precedentes, presentan una amplia variedad de modelos organizativos, plantea serias dudas sobre la capacidad de un

18. Tanto la FSA como el Banco de Holanda elaboran presupuestos separados para la supervisión. En el caso de Holanda, al estar encomendada la misma al Banco Central, este elabora un presupuesto independiente para esta actividad que es respaldado por el Comité de Supervisores, que funciona dentro de los órganos del propio Banco y que es aprobado por el Ministerio de Economía. **19.** Véase *Financial Services Compensation Scheme (2005-2006), Annual Report* y su web: www.fscs.org.uk. El esquema protege a depósitos, pólizas de seguro *insurance broking*, empresas de inversión, empresas de asesoramiento hipotecario y gestión, *brokers* de seguros, etc. El esquema está pensado para consumidores privados aunque, en ocasiones, también pueden cubrirse pequeños negocios. Solo se compensa por pérdidas financieras reales y, por supuesto, existen unas estrictas normas, diferentes según el tipo de reclamación. La compensación tiene, en algún caso, límites concretos (en depósitos, por ejemplo, 31.700 £/persona), mientras que en otros (seguros generales, pensiones, seguros de vida) no existen. El sistema se financia con cargo a las empresas y todo lo relativo a presupuestos, recargos, limitaciones a las mismas, etc., es decidido por la FSA.

sistema europeo descentralizado de supervisión para hacer frente a hipotéticas situaciones de inestabilidad financiera, garantizar el funcionamiento eficiente de los mercados y proteger adecuadamente a los consumidores e inversores.

Este problema comenzó a estudiarse en el año 2000 en los dos informes Brouwer del Comité Económico y Financiero. El primero, el *Report on Financial Stability* de 2000, defendía la necesidad de una mayor cooperación entre supervisores y de que las líneas fundamentales de la regulación financiera y de las prácticas supervisoras iniciaran un proceso de convergencia²⁰. Necesidades desarrolladas en detalle en el conocido «informe Lamfalussy», inicialmente pensado para los mercados de valores, pero enseguida ampliado a las áreas de banca y seguros, constituyen el núcleo del sistema actual de supervisión en la UE, caracterizado por los siguientes elementos:

- 1 La supervisión financiera es descentralizada y responsabilidad de cada país, que tiene libertad para elegir la estructura institucional de dicha supervisión.
- 2 Desde el punto de vista de la solvencia y de la supervisión prudencial, el supervisor responsable de cada entidad es el que ha concedido la licencia para operar, es decir, para actividades transfronterizas rige el principio del país de origen. El supervisor del país de origen es, por tanto, el responsable de la matriz, de sus sucursales europeas y del grupo consolidado, excepto en materia de liquidez, en que la responsabilidad es el supervisor de destino en aplicación del Concordato de Basilea. Por su parte, el supervisor del país de acogida es responsable de las filiales radicadas en su país y del subgrupo consolidado en el mismo, si existe.
- 3 La supervisión prudencial de los mercados y de las plataformas de compensación y liquidación es responsabilidad del supervisor del país en que se encuentran establecidas, y las negociaciones en mercados regulados siguen el derecho del país de origen del mercado. En cuanto a las normas de conducta, son competencia del supervisor de destino.
- 4 Existe una estructura de cuatro niveles con tres comités Lamfalussy de nivel 3 (el nivel encargado de la convergencia de prácticas supervisoras)²¹ con una disposición sectorial: el *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS), que agrupa a los supervisores bancarios; el *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (CEIOPS), que agrupa a los supervisores de seguros, y el *Committee of European Securities Regulators* (CESR), que agrupa a los supervisores de mercados. Estos comités están encargados de mejorar el intercambio de información, fomentar la cooperación entre supervisores nacionales, favorecer la convergencia de prácticas de supervisión e interpretar la legislación europea. Es decir, son los encargados de mejorar el grado de coordinación entre supervisores nacionales, aunque su capacidad de *enforcement* es muy limitada, al actuar por consenso.

El sistema descrito ha funcionado correctamente en el último lustro, un período que —no conviene olvidar— ha coincidido con un comportamiento expansivo de la economía mundial

20. El segundo informe, *Financial Crisis Management* (2001), se centra en los aspectos relacionados con la forma de enfrentarse a episodios de inestabilidad financiera, tema relacionado con el anterior, pero que cae fuera del ámbito tratado en este artículo. 21. El nivel 1 corresponde a las directivas de base, el nivel 2 al desarrollo del anterior y el nivel 4 es el de desarrollo de los instrumentos necesarios para que los Estados miembros estén obligados a transponer la legislación europea.

y una situación de relativa estabilidad en los mercados financieros, en los que no se han materializado crisis relevantes. Pero es claro que en el marco de una aceleración de las tendencias integradoras presenta insuficiencias potenciales importantes, principalmente en dos frentes. El primero, desde la perspectiva de la eficiencia prudencial, incluye no solo la resolución, sino también la prevención, de posibles crisis, porque una crisis transfronteriza podría poner en riesgo la estabilidad financiera europea y su resolución implicaría, en todo caso, costes muy superiores a los que habría que asumir bajo otros esquemas supervisores. El segundo, desde la perspectiva de los costes para la industria, porque la existencia de múltiples supervisores dificulta el propio proceso de integración financiera al aumentar los costes de las actividades transfronterizas, ya que las empresas tienen que suministrar información a diversos supervisores y soportar los costes de cumplir con requisitos distintos tanto organizativos como de normas de conducta y de capital regulatorio.

Ambas insuficiencias, y su consiguiente reflejo en costes, pueden visualizarse con facilidad si se piensa en las distintas formas en que una empresa de servicios financieros puede organizar sus actividades transfronterizas. Si lo hace por medio de una sucursal, el supervisor competente es el de origen de la matriz; si opta por abrir una filial o asociarse con empresas locales, el supervisor prudencial es el del país de origen de cada empresa; por último, si lo hace prestando servicios transfronterizos, las normas serán las del país en que presta dichos servicios.

El debate actual sobre la forma de hacer frente a estos problemas en la UE se centra, de forma explícita o implícita, en torno a dos estrategias alternativas: continuar en el marco del modelo Lamfalussy, ampliándolo y mejorando el grado de coordinación y cooperación entre los supervisores nacionales, y cambiar radicalmente el sistema, alternativa cuya versión paradigmática es el modelo de *lead supervisor*, basado en la determinación de un supervisor principal único para las empresas financieras con actividad transfronteriza. A continuación se resumen los elementos sustantivos de cada uno de ellos para poder evaluar sus ventajas e inconvenientes relativos.

5.1 EL MODELO LAMFALUSSY MEJORADO

La idea fundamental de esta alternativa es mantener el modelo actual en lo referente a la distribución entre autoridades nacionales de las competencias supervisoras, pero avanzando en el grado de cooperación entre estas y en la convergencia de prácticas supervisoras en la línea defendida en el *Report on Financial Supervision* aprobado en el ECOFIN de mayo de 2006, más conocido como el «informe Franq». Las principales recomendaciones del informe pueden sintetizarse en cuatro puntos:

- 1 Aunque la supervisión financiera es descentralizada y responsabilidad de cada país, el ECOFIN debe proporcionar el impulso político necesario para lograr la convergencia de prácticas supervisoras.
- 2 La necesidad de fomentar el trabajo conjunto de CEBS, CEIOPS y CESR, que deberían explorar las posibilidades de establecer un sistema voluntario, pero comúnmente aceptado, de mediación entre los distintos supervisores.
- 3 La conveniencia de explorar la posibilidad de delegación voluntaria de tareas entre supervisores en función de las necesidades de cada sector (banca, seguros, valores).
- 4 Acelerar los trabajos de elaboración de formatos comunes y simplificados y establecer sistemas para una más rápida transmisión de los datos, con objeto de alcanzar un mayor equilibrio coste-efectividad en la supervisión financiera de la UE.

En lo esencial, la estrategia descrita se basa en dotar de mayor efectividad a los actuales comités Lamfalussy de nivel 3 sectoriales, aumentando su grado de coordinación funcional dentro del marco legal actual²² con el objetivo de lograr una más rápida convergencia efectiva en las prácticas supervisoras y tratar de que dichos comités asuman una función de evaluación de sus avances semejante a la que en estos momentos lleva a cabo el CESR (*review panel*), en el que una parte de los miembros del Comité evalúa la aplicación de las recomendaciones del mismo y publica los resultados obtenidos por cada país, lo que implica una presión hacia los menos eficientes.

5.2 EL CAMBIO DEL STATU QUO

Entre las opciones que postulan un cambio radical del modelo de supervisión actual, la variante más conocida es la del *lead supervisor*. La idea básica del modelo es asignar todas las competencias prudenciales al supervisor consolidado, lo que implica que las autoridades nacionales dejarían de supervisar las filiales en la UE del grupo financiero, equiparando su régimen al de las sucursales. El *lead supervisor* sería, en consecuencia, el responsable de la supervisión prudencial de las sucursales y filiales de cualquier entidad financiera en otro Estado miembro de la UE²³.

En su versión fuerte, formulada por la *European Financial Services Round Table* en junio de 2004, la propuesta consistía, junto al supervisor único, en la creación de un colegio de supervisores europeo, que, de hecho, implicaba la existencia de un supervisor único paneuropeo, convirtiendo a los supervisores nacionales, en el mejor de los casos, en meras sucursales informativas del mismo, con competencias limitadas a las empresas que solo operaran en mercados nacionales.

La versión más matizada —de junio de 2005— implica la existencia del *lead supervisor* solo para las filiales participadas o controladas totalmente, aunque sus competencias se extenderían a la validación y autorización de los modelos avanzados y a la aplicación del pilar 2 de Basilea II, así como a decidir sobre las inspecciones a las empresas.

En todo caso, el modelo supone, aparte de la existencia del supervisor único principal, la coordinación institucionalizada de los supervisores de los países en que cada entidad financiera tenga una presencia significativa, el establecimiento de un sistema de mediación de obligado cumplimiento para resolver conflictos entre supervisores y el papel protagonista del *lead supervisor* en la solución de crisis con efectos potenciales sobre la estabilidad sistémica.

5.3 VENTAJAS E INCONVENIENTES DE AMBOS MODELOS

Los dos aspectos más positivos del modelo Lamfalussy mejorado son, por una parte, que mitiga el aspecto más criticable de la situación actual, que es la insuficiente coordinación entre supervisores nacionales, fomentando, más allá del mero intercambio de información, la delegación explícita de tareas supervisoras; y, por otra parte, que sus iniciativas caben dentro el marco legal vigente en la UE. Esta última ventaja no es baladí, porque las exigencias de los procesos de modificación legal en la UE —tanto por su lentitud procedimental como por las reglas de mayoría o unanimidad que exigen— hacen que cualquier alternativa que requiera la modificación de directivas, por no mencionar el Tratado de la Unión, resulte en la práctica inviable como alternativa a corto o medio plazo. Pero, a su vez, esta ventaja apunta su mayor debilidad: los mecanismos propuestos de cooperación y convergencia son voluntarios, lo que en la práctica puede debilitarlos, sobre todo en situaciones de crisis. Y cualquier atribución de

22. Este es el motivo por el cual el informe Franq aboga por la delegación de tareas y no de responsabilidades. Esto último resultaría incompatible con el margo legal al que están sometidos los supervisores, por lo que exigiría modificaciones sustantivas de la legislación europea y de las de los Estados miembros, una exigencia que, como se comenta más adelante, es imposible contemplar más que, en su caso, a muy largo plazo. 23. En la situación actual, la supervisión de las filiales es competencia exclusiva del supervisor de destino.

competencias supervisoras o decisorias a los actuales comités sectoriales de supervisores de nivel 3 implica una modificación legal de gran alcance.

Por su parte, el modelo de *lead supervisor* presenta la gran ventaja de resolver el problema de descoordinación entre supervisores y los consiguientes costes que ello conlleva — porque de hecho implica que solo existe un supervisor para cada empresa financiera —, lo que explica su decidido apoyo inicial por parte de la gran industria. Pero trae consigo otros problemas no menos importantes. El primero, la heterogeneidad de supervisores que se podría producir a medida que fuese aumentando el número de empresas de carácter transnacional. El segundo, la asimetría que supone acumular todas las competencias en el supervisor de origen, al mismo tiempo que, en caso de crisis, las responsabilidades y costes recaerían sobre el país de acogida. El tercero, que el supervisor mejor informado sobre la actuación y los posibles problemas de una filial o sucursal es el del país de destino, de forma que el supervisor efectivo único no sería el que dispusiera de la mejor información. En cuarto lugar, desde el punto de vista de la transparencia y el rendimiento de cuentas, los supervisores de la UE tiene obligaciones que emanan de su respectiva legislación nacional y que suelen implicar un control parlamentario no obviabile por un cambio de modelo supervisor para grupos transnacionales. Por último — aunque muy importante, como se ha señalado —, la implementación de cualquier variante de este modelo implicaría modificaciones sustantivas del propio Tratado de la Unión, lo que lo convierte en una alternativa inaplicable a medio plazo.

En resumen, desde el punto de vista del equilibrio entre eficiencia y realismo, parece que, a corto y medio plazos, la orientación Lamfalussy mejorada presenta ventajas importantes sobre el modelo de *lead supervisor*. Es claro que, a más largo plazo, resulta difícil no pensar en la existencia de un esquema de supervisión europeo dual en el que los grandes grupos financieros con implantación en diversos países de la UE sean supervisados a escala de la UE — al margen de posibles modalidades tales como un organismo supervisor centralizado o un colegio de supervisores europeo — y las empresas financieras que operen en un único país lo sean por los supervisores nacionales. Desde esta perspectiva, la propuesta de *lead supervisor* trata problemas que afectan en la actualidad a una parte de la industria financiera y que responden a un grado de integración efectiva de los mercados que, por ahora, está lejos de haberse alcanzado.

Pero, aunque el debate continúa y las presiones de la industria sean importantes, no cabe esperar que el mismo requiera cambios significativos a corto plazo en los modelos de supervisión nacionales, porque cualquier iniciativa que apunte hacia un sistema de supervisión europeo (tanto sectorial como por objetivos) a más largo plazo y que pudiera plantear problemas derivados de la heterogeneidad de esquemas supervisores nacionales requiere cambios sustanciales que exigen un mayor grado de integración política, un presupuesto comunitario mayor y resolver problemas tales como la creación de fondos de garantía europeos.

No obstante, existe una clara interrelación entre los enfoques supervisores nacionales y el enfoque de la UE, por lo que el debate a nivel europeo podría «requerir análisis adicionales en relación con la potencial interdependencia entre la mejora de la cooperación supervisora a nivel europeo y la configuración de las estructuras a nivel nacional» [Banco Central Europeo (2006)]. Esto se refleja en la creación, en casi todos los países implicados, de acuerdos formales para reforzar los contactos, el intercambio de información y la adopción de medidas sobre diversos temas, entre los que se incluye la prevención de crisis financieras, y que, en el caso español, se ha plasmado en el acuerdo de cooperación entre el Ministerio de Economía y Hacienda (MEH), el Banco de España (BE), la Dirección General de Seguros y Fondos de

Pensiones (DGSFP) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que ha dado lugar a la reciente creación del Comité de Estabilidad Financiera (CESFI) [Vegara (2006)].

En resumen, parece importante que cada país fije con claridad la estrategia que ha de defender en los foros internacionales, teniendo en cuenta tanto la mejora del sistema europeo como sus propios intereses, que se encuentran en función, entre otras cosas, de cómo afectaría uno u otro modelo a su industria, a la estabilidad de su sistema financiero en caso de crisis y a sus competencias supervisoras. Y, aunque en estos momentos el debate aún no afecta a las modificaciones que, en su caso, se puedan tener que introducir en las estructuras supervisoras nacionales como resultado del futuro modelo europeo, resulta útil, en nuestro caso, un ejercicio de reflexión sobre el modelo español y sus tendencias deseables a corto plazo.

6 El modelo supervisor español: algunos puntos de debate

El actual modelo de supervisión español es bien conocido. El BE es responsable de la estabilidad sistémica, supervisa las entidades de crédito y vela por la protección de sus depositantes; la DGSFP supervisa las compañías de seguros y las gestoras de los fondos de pensiones; por último, la CNMV supervisa la transparencia y el cumplimiento de las normas de conducta en los mercados financieros, la solvencia de las empresas de servicios de inversión y protege a los inversores.

Si hubiera que bautizar este modelo, cabría hacerlo con la etiqueta de *twin peaks* imperfecto. *Twin peaks* porque, en lo sustantivo, el BE se ocupa —aparte de la estabilidad— de temas de solvencia de las entidades de crédito y la CNMV de temas de conducta de las empresas financieras en los mercados y del correcto funcionamiento de los mismos. Imperfecto porque la supervisión de la DGSFP responde a un criterio sectorial, siendo, además, el regulador de la actividad, un papel que no tiene atribuido ni el BE ni la CNMV, ya que la competencia reguladora es del MEH. Esta situación no cumple los *Core Principles* de Basilea para una supervisión efectiva, tal y como ha puesto de manifiesto el FMI en el programa de evaluación del sector financiero en España realizado en 2005.

¿Es este un modelo adecuado? Hasta el momento ha funcionado de manera correcta y ha hecho frente en los últimos 18 años de forma razonable a los escasos episodios de crisis puntuales importantes. Y, además, existen diversas razones para no considerar conveniente modificar el modelo en la dirección de un supervisor integrado a la FSA. Aparte de los argumentos ya señalados en los epígrafes 3 y 4, cabe apuntar dos razonamientos adicionales, relevantes en el caso que nos ocupa. El primero, los costes de una modificación de la arquitectura institucional en términos de las iniciativas legislativas que exigiría serían muy elevados²⁴. El segundo, un supervisor único tendría un poder y un tamaño difíciles de administrar de forma eficiente, estaría más sometido a los riesgos de captura por los supervisados y, además, resolvería peor el conflicto de intereses existente entre la supervisión de solvencia y la de conducta.

En consecuencia, tiene escaso sentido plantearse el tema de un posible cambio radical del modelo de supervisión español, por lo que el objetivo de la discusión debe dirigirse hacia el perfeccionamiento y mayor coherencia de la actual estructura de la supervisión financiera española. Y esta mejora debe ir en la dirección de consolidar un modelo *twin peaks* lo más ajustado posible, dado que, con frecuencia, los sistemas intermedios acumulan defectos de los dos extremos.

24. Este es un tema bien conocido en la literatura académica sobre reformas fiscales, en la que tiene un tratamiento muy distinto el caso en que se trata de reformar un sistema fiscal ya existente en un país, del caso en que se trata de implantar un sistema fiscal en una economía que carece del mismo.

Desde este punto de vista, el primer paso sería la eliminación de las competencias supervisoras de la DGSFP, lo que implica determinar la nueva atribución de las mismas. Parece claro que la supervisión prudencial de solvencia de las compañías de seguros debería pasar al BE y la vigilancia de las normas de conducta de las mismas y de las gestoras de fondos de pensiones debería residenciarse en la CNMV. Con esta decisión se solventaría la única incoherencia del modelo español, pero quedarían dos pequeños ajustes pendientes, que implicarían un modesto traspaso de competencias entre la CNMV y el BE.

El primero, que en la actualidad la CNMV se ocupa de la solvencia de las empresas de servicios de inversión, tarea que debería ser asumida por el BE. Esto es así no por el mero prurito de tener un modelo supervisor puro, sino porque esta función podría llevarla a cabo el BE con menor esfuerzo relativo que la CNMV —para la que esta tarea acarrea un consumo de recursos proporcionalmente significativo, dado su tamaño— y la ventaja añadida de la mayor experiencia del BE en materia de supervisión de solvencia.

El segundo ajuste parcial discurriría en la dirección contraria: la supervisión de la actuación de las entidades de crédito, en los mercados y con todos sus clientes, debería residenciarse sin ambigüedades prácticas en la CNMV. De nuevo por dos motivos. El primero, que, absorbiendo las entidades de crédito un porcentaje muy elevado de la operativa en los mercados financieros, tiene poco sentido que su inspección se hurte al supervisor de conductas y de transparencia de los mercados. El segundo, que la vigilancia de conductas implica un tipo de actuación en la que la CNMV presenta ventajas de especialización sobre el BE. Y también parece coherente con un modelo *twin peaks* el traspaso a la CNMV de la vigilancia de conductas con los clientes de las entidades de crédito, al tiempo que los sistemas de seguro de los inversores, hoy en la CNMV, pasarían a residenciarse en el BE²⁵.

El tercer punto susceptible de mejora se deriva del hecho de que un modelo *twin peaks* perfecto, cuyas ventajas para el caso español están sobradamente justificadas, requiere para funcionar de forma eficiente una estrecha y leal colaboración entre las dos instituciones supervisoras. No se trata solo, con ser importante, de que las actuaciones inspectoras y los requerimientos de información se coordinen entre el BE y la CNMV, de forma que se minimicen los costes sufridos por las entidades de crédito y las empresas de servicios financieros, aspecto en el que se ha avanzado mucho en fechas recientes. Se trata, además, de disponer de mecanismos flexibles —y, preferentemente, institucionalizados— para resolver los eventuales conflictos de interés que puedan plantearse entre ambos supervisores.

Por expresarlo en términos simples, un supervisor de solvencia responsable de la estabilidad financiera tiene incentivos, ante la posible crisis de una empresa financiera que pueda implicar riesgos sistémicos, a admitir prácticas que el supervisor de conductas considera inapropiadas. Por su parte, este último es razonable que no considere los efectos sobre la solvencia de sus actuaciones como corrector de conductas inapropiadas, porque ni puede calcularlos ni constituye un elemento que haya de considerar en sus decisiones en condiciones normales. No es un tema discutible que la decisión final sobre las actuaciones de cada supervisor sea competencia exclusiva del mismo y que, por tanto, pueda darse el caso extremo de conflicto irresoluble en que el supervisor prudencial admita prácticas que sean sancionadas por el de conductas. Pero sí es razonable disponer de mecanismos de intercambio de información y discusión que puedan permitir alcanzar un equilibrio, en casos tasados que impliquen riesgos cuantificables y relevantes para la estabilidad, entre las actuaciones de ambos supervisores.

25. Véanse epígrafes 3.f) y 4.d), donde se explican las soluciones dadas al problema de protección de los clientes de empresas que prestan servicios financieros en los casos holandés y británico, respectivamente.

El cuarto tema susceptible de mejora se refiere a las notables diferencias existentes en la actualidad en el estatus institucional de ambos supervisores. Basta comparar algunos artículos de la Ley de Autonomía del Banco de España (LABE) de 1994²⁶ con la Ley del Mercado de Valores (LMV) de 1988²⁷. El art. 1.2 de la LAVE señala expresamente el no sometimiento a la LOFAGE²⁸, y el 14.2 de la LMV, su sometimiento a la norma. La comparación entre los artículos 4.1 de la LAVE y el 14.8 de la LMV es también significativa: el Presupuesto Anual del BE es de gastos e inversiones y no se consolida con el PGE; el de la CNMV es completo y se consolida. Las desviaciones inferiores al 5% en el presupuesto de la CNMV tienen que ser autorizadas por el MEH y, si exceden de dicho porcentaje, por el Gobierno; las desviaciones presupuestarias del BE no requieren autorización alguna. O la distinta aplicación que se hace en ambos casos de la legislación sobre incompatibilidades. Lo significativo de las divergencias no proviene de que ambas instituciones hayan de ser idénticas en materia supervisora por un mero formalismo jurídico, sino de que las mayores restricciones sobre la actuación de la CNMV restan en algunos aspectos flexibilidad —y, por tanto, eficacia²⁹— a su funcionamiento y de que la autonomía presupuestaria es un claro indicador de autonomía funcional.

Y también existen asimetrías en la configuración de sus órganos de gobierno y sus responsables máximos. Las diferencias en el tamaño y composición de sus Consejos y Comités o Comisiones Ejecutivas posiblemente no sea relevante, pero las existentes en los períodos de validez del nombramiento de sus miembros y su carácter renovable o no sí son significativas. La posible renovación una vez del presidente, vicepresidente y consejeros de la CNMV (no renovación del gobernador y subgobernador, aunque sí de los consejeros, en el caso del BE) atenta a la lógica de la autonomía de la institución. Su nombramiento por cuatro años (seis en el BE), en clara coincidencia con la duración del ciclo del ciclo electoral y por un período a todas luces corto —máxime si no fuera renovable—, es otro aspecto mejorable.

Para terminar, un tema más opinable: la potestad sancionadora de los supervisores. En ambos casos, los expedientes incoados por el BE y la CNMV constituyen propuestas al MEH que requieren, en casos de sanciones muy graves o retirada de la licencia, la aprobación del Gobierno. Es posible defender un sistema en el que las sanciones no tuvieran que ser aprobadas por el poder ejecutivo, lo que presentaría ventajas obvias respecto a la autonomía de las instituciones supervisoras.

7 Recapitulación y conclusiones

- 1 Las dos décadas que enmarcan el cambio de siglo han contemplado cambios fundamentales en los mercados financieros. Estos y la percepción de las autoridades de que el sistema supervisor anterior había perdido buena parte de su eficacia han traído consigo transformaciones importantes en el modo de ejercer la supervisión de las empresas que prestan servicios financieros. Estas dos circunstancias, conjuntamente, han supuesto un desplazamiento del modelo tradicional sectorial (bancos, seguros y valores), perfectamente adaptado a la situación anterior de mayor simplicidad, hacia un sistema que, con importantes variantes, podría catalogarse de consolidado (único o *twin peaks*).
- 2 La literatura académica sobre las ventajas y problemas de los distintos modelos de supervisión consolidada es extraordinariamente abundante, útil e interesante, pero la opción por un sistema de organización no se puede deducir de un ejercicio puramente teórico, ya que, superados los mínimos que marcan los

26. Ley 13/1994, de 1 de junio. 27. Ley 24/1988, de 28 de julio. 28. Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado. 29. Piénsese en la rigidez que supone, por ejemplo, el sometimiento a la oferta pública de empleo.

Core Principles de Basilea, no se puede concluir qué sistema es el mejor. La situación concreta de cada sistema financiero (su grado de desarrollo, la situación de los mercados, la existencia de proyectos de unificación como el de la Unión Europea, etc.) y la propia historia financiera de cada país son los elementos condicionantes de la solución que se adopte.

- 3 Las dos organizaciones de la supervisión analizadas en este trabajo se han incorporado a esa tendencia, pero mantienen diferencias de importancia dentro de la misma. Ambos modelos, el de Holanda y el de Gran Bretaña, han evolucionado desde un supervisor sectorial fragmentado —con nivel de fragmentación distinta en uno y otro— hacia uno consolidado, también con mayor o menor radicalismo. En el caso holandés, la estabilidad financiera, macro y microprudencial, está residienciada en el BC y la supervisión de mercados lo está en una entidad independiente surgida de las reformas, la Autoridad de Mercados Financieros. En el caso británico, el BC asume solo la vigilancia de la estabilidad financiera macroprudencial, y la estabilidad financiera microprudencial y la supervisión de mercados y valores pasan a ser responsabilidad de una institución nueva, la FSA.
- 4 En ambos casos, el proceso —iniciado en 1997 en el Reino Unido y en 1999 en Holanda— ha tenido una fase de consolidación institucional gradual y dilatada (cuatro-cinco años). En ningún caso se buscó un efecto *big-bang* y los cambios no han supuesto un movimiento de una sola vez, ya que continúan en nuestros días.

Consecuencia del gradualismo es que, desde el comienzo, en ambos casos, y antes de disponer de la normativa de respaldo, se empezó a trabajar en conjunto mediante acuerdos entre todas las partes implicadas. Acuerdos que abarcaban desde los aspectos puramente materiales (de traslado de personal, condiciones de trabajo, remuneraciones, etc.), hasta la formación de equipos de trabajo conjuntos, inicialmente provisionales, pero que luego se consolidaron en el marco legal aprobado, y el establecimiento de relaciones cruzadas, intercambio de consejos, etc.

Por lo que respecta a la mecánica del cambio, y con independencia de la conveniencia del mismo, hay que tener en cuenta la existencia de riesgos potenciales motivados por elementos políticos, legislativos o institucionales que el FMI ha mencionado en diversas ocasiones y que el presidente de la FSA ha resalta-do recientemente [Financial Services Authority (2007)].

- 5 Un aspecto cuya importancia es subrayada en ambos casos es la necesidad de acentuar la intensidad de los esfuerzos de transparencia y comunicación (antes, durante y después de la transformación) con todos los agentes implicados y con los participantes en el mercado en general. En ambos casos han sido muy importantes los esfuerzos para explicar las nuevas normas de rendición de cuentas —mucho más reforzadas— que el nuevo sistema de supervisión exige. Este es un punto especialmente importante, ya que una supervisión orientada al riesgo y que pretende basarse en principios, más que en normas, cuando además está evolucionando hacia una financiación que recae sobre las entidades supervisadas, debe ir acompañada de una rendición de cuentas reforzada pero compatible con la preservación del deber de confidencialidad recogido en el ordenamiento legal. Y esto se refiere no solo al control público sobre el cumpli-

miento de los fines que tiene asignados, sino también a la obligación de responder del uso de su financiación, tanto ante el sector público como ante el privado que financia dicha actividad total o parcialmente.

- 6 Existen otras circunstancias que no surgen como nuevas, y que no se plantean como objetivo directo, pero que el proceso de cambio las impulsa a un primer plano de atención, de forma que acaban afectadas por el cambio. Esto ocurre —entre otros temas menores, como el problema de registros, el de licencias, etc., que también deberán reformarse— con los sistemas de protección de los participantes en los mercados, sean estos usuarios de servicios bancarios, de servicios de seguros o inversores de valores.
- 7 En los dos procesos de reforma descritos, los cambios en los sistemas de protección han sido un objetivo importante. En el caso de Holanda, su BC ha asumido la responsabilidad y la gestión del sistema de garantías para todos los usuarios de los servicios cuya supervisión prudencial le compete. En el caso de Gran Bretaña, al tiempo que surgía la FSA se creó un organismo independiente, pero con la cobertura de la FSA —el *Financial Services Compensation Scheme*—, que se ocupa de ofrecer garantías a todos los usuarios con normas muy claras y precisas.
- 8 En el plano de la UE, es obvio que el modelo de supervisión actual, con responsabilidades nacionales descentralizadas y medio centenar de autoridades supervisoras, en el que la coordinación entre supervisores nacionales es voluntaria y se establece a través de tres comités sectoriales (CEBS para banca, CEIOPS para seguros y CESR para valores) de nivel 3 Lamfalussy, plantea serias dudas sobre su capacidad para asegurar en condiciones críticas la estabilidad financiera, garantizar el funcionamiento eficiente de los mercados y proteger adecuadamente a los consumidores e inversores. Esta situación ha generado un intenso debate sobre el modelo adecuado de supervisión en la UE.
- 9 El debate se ha polarizado entre dos alternativas. Por una parte, un modelo Lamfalussy mejorado, tendente a dar mayor efectividad a los actuales comités de nivel 3, aumentando su coordinación funcional y fomentando la delegación voluntaria de tareas, con el objetivo de lograr una rápida convergencia efectiva en las prácticas supervisoras. Por otra parte, el modelo del *lead supervisor*, en el que todas las competencias prudenciales se asignan al supervisor consolidado y se establecería un sistema de mediación de obligado cumplimiento para resolver conflictos entre supervisores.
- 10 La revisión de las ventajas e inconvenientes relativos de ambos modelos permite concluir que, desde el punto de vista del equilibrio entre eficiencia y factibilidad a medio plazo, la orientación Lamfalussy mejorada presenta ventajas. Pero, a más largo plazo, es difícil no pensar en un esquema de supervisión europeo dual, en el que un supervisor centralizado o un colegio de supervisores asuma las competencias sobre los grupos financieros con implantación multinacional y en el que empresas financieras que operen en un único país sean competencia de los supervisores nacionales.
- 11 El sistema español responde a un modelo de *twin peaks* imperfecto. *Twin peaks* porque, grosso modo, el BE se ocupa de la estabilidad y de la macro y micro-

supervisión prudenciales, y la CNMV, de las conductas en los mercados. Imperfecto porque la DGSFP supervisa las compañías de seguros y planes de pensiones, lo que no cumple los *Core Principles* de Basilea (tal y como puso de manifiesto el FMI en su programa de evaluación del sector financiero español de 2005). Por lo tanto, la reforma fundamental es la pérdida de competencias supervisoras de la DGSFP y su distribución entre BE y CNMV, aprovechando para redistribuir entre ambos las tareas de supervisión prudencial que todavía hoy quedan en manos de la CNMV, que pasarían al BE, y las de conducta con los clientes bancarios, que pasarían a la CNMV. Por otro lado, los sistemas de seguro de los inversores, hoy en la CNMV, pasarían al BE.

- 12 Otras tres líneas de reformas que mejorarían el sistema supervisor español serían, en primer lugar, progresar en la intensa colaboración existente hoy día entre CNMV y BE y avanzar en el diseño de mecanismos flexibles e institucionalizados para resolver eventuales conflictos de interés típicos que pueden aparecer, sobre todo en situaciones críticas de transición, entre un supervisor de solvencia y otro de conductas. En segundo lugar, conseguir la igualdad de estatus institucional y de grado de autonomía efectivo entre CNMV y BE. Por último, un tema más opinable es la propuesta de un sistema sancionador en el que las sanciones no fueran propuestas al MEH o al Gobierno, sino directamente impuestas por los supervisores, algo con implicaciones positivas respecto a la autonomía —algo distinto de la independencia— de las instituciones supervisoras.

BIBLIOGRAFÍA

- ABRAMS, R. K., y M. W. TAYLOR (2000). *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision*, IMF Working Paper.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) (2001). *El papel de los bancos centrales en la supervisión prudencial*.
- (2006). «Recent Developments in Supervisory Structures in EU and Acceding Countries», *Quarterly Bulletin*, octubre.
- BANK OF ENGLAND (1995). *The Report of the board of banking supervision inquiry into the circumstances of the collapse of Barings*.
- BERNANKE, B. (2007). «Central Banking and Bank Supervision in the United States», *Allied Social Science Association Annual Meeting*, enero.
- BORIO, C. (2006). *Monetary and prudential policies at a crossroads? New challenges in the new century*, BIS Working Papers.
- BRIAULT, C. (1999). *The Rationale for a Simple National Financial Services Regulator*, Occasional Paper Series, FSA.
- (2001). «Challenges for the Unified Financial Supervision in the New Millennium», Conference organised jointly by the Ministry of Finance of Estonia and the Bank of Estonia in cooperation with the World Bank.
- (2002). *Revisiting the Rationale for a Simple National Financial Services Regulator*, Special Papers, London School of Economics.
- (2006). «The FSA's agenda for 2007», *BID Annual Banking Conference*, FSA.
- BROUWER, H. (2002). *Statement on Public Hearing on «After Enron: Financial Supervision in Europe»*, Committee of Economic and Monetary Affairs in Europe, Parlamento Europeo.
- BROWN, G. (1997). *Chancellor Statement on the Bank of England and Statement on Financial Regulation*, H. M. Treasury.
- COLE, M. (2006). *The UK FSA: Nobody does it better?*, Fordham Law School.
- CROCKETT, A. (2001a). *Banking Supervision and Regulation: International Trends*, BIS Management Speech, marzo.
- (2001b). *Issues in Global Financial Supervision*, BIS Management Speeches, junio.
- DAVIS, H. (2000). «New Regulator for the new millennium», *A practical new Approach to Regulation*, FSA Conference.
- (2001). *Integrated Financial Regulation: lessons from the UK's Financial Services Authority*, Financial Studies Seminar, Fráncfort, FSA.
- DE NEDERLANDSCHE BANK (DNB) (2001). «Supervision of large, complex financial institutions in Europe», *DNB Quarterly Bulletin*.
- (2002a). «Structure of Financial Supervision», *DNB Quarterly Bulletin*.
- (2002b). «Structure of Financial Supervision», *DNB Quarterly Bulletin*.
- (2002c). «Banking Supervision: The Act of the Supervision of the Credit System 50 year on», *DNB Quarterly Bulletin*.
- (2004). «The Netherlands merge: A new organization under a familiar name», *DNB Quarterly Bulletin*.
- (2005a). «Report of the Supervisory Board for the year 2005», *DNB Annual Report*.
- (2005b). «Financial Integration: towards a new Supervision?», *DNB Quarterly Bulletin*.
- (2006a). «DNB's vision of supervision in 2006-2010», *DNB Quarterly Bulletin*.
- (2006b). «Prudential Supervision: Current Developments in the Financial Sector», *DNB Quarterly Bulletin*.
- FERGUSON, R. (2000). «Alternative approaches to Financial Supervision and Regulation», *Journal of Financial Services Research*.

- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA) (1997). *Financial Services Authority: an outline*.
- (2000). *A new regulator for the new millennium*.
 - (2006). *Regulatory fees and levies (2006/079)*.
 - (2007). *Business Plan 2007/2008*.
- FINANCIAL SERVICES COMMITTEE (2006). *Report on Financial Supervision*, ECOFIN, mayo.
- FINANCIAL SERVICES COMPENSATION SCHEME (2005-2006). *Annual Report* y web: www.fscs.org.uk.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (2003). *United Kingdom: Financial Sector Assessment Program*, Technical notes and detailed Standards Assessments.
- (2004). *The Netherlands Model of Financial Supervision*, The Netherlands: Technical note.
- FOOT, M. (2006). *Restructuring UK Financial Supervision. The UK Experience*, Central Bank Modernization, Ed. N. Courtis y P. Nicholls.
- GEORGE, E. (1997). *Speech at the Lord Mayor's Dinner at the Mansion House*, Bank of England Publications.
- GOODHARTH, CH. (2000). *The Organizational Structure of Banking Supervision*, FSI Occasional Papers, Financial Stability Institute, BIS.
- (2006). *Deal with Financial Crisis «Policy Panel: Financial Integration and Stability in Europe»*, Banco de España, Madrid.
- HUERTAS, TH. (2006). *The Future of Banking Regulation and Supervision*, FSA BBA 4th Annual Regulating Banking in Britain Conference.
- HÜPKES, E., M. QUINTYN y M. TAYLOR (2006). *Accountability Arrangements for Financial Sector Regulators*, Economic Issues n.º 39, FMI.
- KREMERS, SCHOENMAKER y WIERTS (2003). *Cross-Sector Supervision: Which model?*, Booking Wasthon Papers on Financial Services.
- MARTÍNEZ, J. L., y T. A. ROSE (2003). *International survey of integrated financial sector supervision*, Policy Research Working Paper, Banco Mundial.
- MASCIANDARO, D., M.ª J. NIETO y H. PRAST (Pendiente de publicación). «Financial Governance of Banking Supervision: A Primer», en *Designing Institution for Financial Stability: Independence, Accountability and Governance*, Ed. Edward Elgard.
- (Pendiente de publicación). *Who pays for Banking Supervision? Principles and Practices*, Working Paper DNB.
- MCCARTHY, C. (2005). *How do we achieve regulatory convergence in practice?*, Conference at the Financial Markets Group, LSE, Special Papers n.º 159.
- (2006). *Financial Stability Analysis in the UK*, IMF-FSC/Macro-prudential Supervision Conference, Corea, FSA.
- MINISTRY OF FINANCE (2004). *Financial Supervision in The Netherlands*.
- (2005a). *De Nederlandsche Bank* (Minister).
 - (2005b). *Public Management Reform in the Netherlands* (Minister).
- MISHKIN, F. (2006). *Financial Stability and Globalization: Getting it right*, Conference on «Central Banks in the 21st century», Banco de España, Madrid.
- PADDOA, T. (2002). *Statement on EU Structures for Financial Regulation, Supervision and Stability*, Public Hearing on «After Enron: Financial Supervision in Europe», Parlamento Europeo.
- PRATS y LELYVELD (2004). *New Architectures in the Regulation and Supervision of Financial Markets and Institutions: The Netherlands*, DNB Working Paper.
- QUINTYN, M., y M. TAYLOR (2004). *Should Financial Regulators be Independent?*, Economic Issues, n.º 32, FMI.
- THE PENROSE REPORT (2004). *The Equitable*, Report of the Equitable Life Inquiry, citado por Foot.
- TINER, J. (2006). *Better Regulation: objective or oxymoron*, Annual Conference, FSA.
- VEGARA, D. (2006). «Función y objetivos del Comité de Estabilidad Financiera (CESFI)», *Estabilidad Financiera*, noviembre, Banco de España.
- ZWET, A. (2003). *The Blurring of Distinctions between Financial Sectors: Fact or Fiction?*, Occasional Studies, vol. I, De Nerderlandsche Bank.