

I

REGULACIÓN FINANCIERA EN UNA ECONOMÍA GLOBALIZADA

Fernando ZUNZUNEGUI
Universidad Carlos III de Madrid

INTRODUCCIÓN. I. EL MERCADO FINANCIERO Y SU REGULACIÓN. II. HACIA UNA REGULACIÓN INTERNACIONAL DEL MERCADO FINANCIERO. III. LOS PILARES DE LA REGULACIÓN.- IV. OBJETIVOS DE LA REGULACIÓN: 1. Eficiencia. 2. Estabilidad. 3. Transparencia. V. LA PROTECCIÓN DE LOS AHORRADORES Y USUARIOS. VI. CARACTERES GENERALES DE LA REGULACIÓN. VII. ORGANISMOS REGULADORES. VIII. NATURALEZA DE LA REGULACIÓN. IX. ALCANCE DE LA REGULACIÓN. X. EL PAPEL DE LA AUTORREGULACIÓN. XI. REFLEXIÓN FINAL. XII. BIBLIOGRAFÍA.

INTRODUCCIÓN

El Derecho del mercado financiero es la disciplina académica que comprende el estudio del conjunto de normas que regulan los mecanismos que permiten garantizar la eficiente asignación del ahorro a la inversión. El mecanismo principal que permite cumplir esta función económica es el mercado. Por esta razón resulta apropiado referirse a esta parte del Derecho mercantil como Derecho del mercado financiero.¹

Es una rama del Derecho caracterizada por su internacionalización. Por un lado, la canalización del ahorro a la inversión desborda las fronteras nacionales. De otro, las crisis financieras se han globalizado, como ha puesto de relieve la reciente crisis financiera de los productos derivados de las hipotecas basura (crisis subprime).

Sin duda, el ámbito de la economía más globalizado es el de los mercados financieros. Las empresas bancarias y financieras deben afrontar los retos que derivan

¹ Véase del autor: *Derecho del mercado financiero*, 3.ª ed., Marcial Pons, Madrid, 2005.

de la globalización. Los bancos se convierten en bancos de inversión globales y las entidades que limitan su actividad a una parte del territorio, como las cajas de ahorro españolas, corren el riesgo de desaparecer.

En este artículo nos planteamos acercarnos a la regulación del mercado financiero y a las perspectivas sobre su evolución. Comenzaremos por delimitar lo que entendemos por regulación financiera, desde la globalidad. A continuación nos ocuparemos de los pilares de la regulación y de sus principales características, haciendo mención a los principales organismos reguladores. Para concluir con una breve referencia a la naturaleza y alcance de la regulación y al papel que en este ámbito puede tener la autorregulación.

I. EL MERCADO FINANCIERO Y SU REGULACIÓN

Las bases del sistema financiero son universales. El mercado es el canal a través del cual el patrimonio estático que constituye el ahorro se convierte en patrimonio dinámico financiando la inversión. Su ordenación forma un sistema, el financiero, identificado como el conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de los cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando dinero u otros medios de pago para financiar las actividades de los operadores económicos. En este marco se pueden distinguir, desde el punto de vista económico, tres modalidades de asignación del ahorro: una directa acudiendo al mercado de valores y otras dos indirectas, a través de la banca o del seguro.

Pero para comprender la moderna regulación internacional del mercado financiero es necesario hacer referencia a la globalización y a la financiarización de la vida económica. El término globalización financiera se refiere al proceso de integración internacional de los mercados financieros, vinculado a la libre circulación de capitales². Es un movimiento transfronterizo favorecido por los cambios tecnológicos. Forma un sistema que emerge de la actividad de organismos reguladores internacionales basados en acuerdos informales incorporados, en muchos casos, en los ordenamientos nacionales³.

² Es un tema desatendido por la doctrina jurídica, con valiosas excepciones como la aportación de Hal S. SCOTT. «An Overview of International Finance: Law and Regulation» in *Handbook of International Economic Law* (Andrew T. GUZMAN & ALAN O. SYKES eds., Edward Elgar Publishing, 2007); en la literatura económica véase: Philip Arestis, y Santonu Basu, «Financial Globalization and Regulation», *The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper* n° 397, diciembre 2003, quienes consideran que la liberalización de los mercados debe ir acompañada por la creación de una autoridad reguladora global, funciones que podrían ser asumidas por el FMI.

³ Véase Mario GIOVANOLI, «A New Architecture for the Global Financial Market: Legal Aspects of International Financial Standard Setting», en *International Monetary Law. Issues for the New Millennium*, editado por Mario GIOVANOLI, OUP, 2000, págs. 3 y ss.

Por financialización se entiende el cambio del centro de gravedad de la vida económica, desde la producción y los servicios comerciales a las finanzas.⁴ Este fenómeno tiene su origen en los Estados Unidos en la década que comienza en 1980, pero se extiende a otros países convirtiéndose en un fenómeno más de la globalización. Es un proceso que invierte la relación entre lo real y lo financiero. El sector financiero crece y pasa a controlar al sector productivo.

Globalización y financialización están interrelacionados como lo demuestra la crisis de liquidez que afecta a los mercados financieros. En la última década los bancos de inversión han creado complejas estructuras financieras, capaces de crear nuevos productos financieros, de empaquetarlos y distribuirlos por todo el mundo. Pero esta ingeniería financiera no se ha visto acompañada de los controles adecuados. La crisis subprime surge en el verano de 2007 como un problema que afecta a la liquidez de los bonos referenciados a hipotecas de baja calidad generadas en los Estados Unidos⁵. La globalización y financialización de la vida económica convierten esta crisis en la primera crisis global, que afecta al sistema financiero mundial con importantes efectos sobre la industria y el comercio.

⁴ Véase John BELLAMY FOSTER, «The financialization of capitalism», *Monthly Review*, abril 2007, págs. 1-12; Thomas I. PALLEY, «Financialization: What it is and Why it Matters», *Levy Economics Institute Working Paper* núm. 525 (disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1077923> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1077923>).

⁵ La crisis subprime se exterioriza en el verano de 2007, con los problemas de liquidez de los mercados interbancarios. Su origen se sitúa en los Estados Unidos, donde se generaron y empaquetaron, para su distribución entre los inversores, hipotecas de alto riesgo. Estas hipotecas se habían concedido en muchos casos por entidades no bancarias, interesadas en las comisiones generadas en el proceso de creación del producto y de empaquetado, para su posterior comercialización en complejas cadenas de titulización de activos (modelo de originar para distribuir). Las empresas de rating actuaron como un elemento más de la cadena, contribuyendo al diseño y mejora del producto final, lo cual permitía otorgar buenas y atractivas calificaciones. De este modo se ofrecía un nuevo producto al mercado, en forma de bonos respaldados por activos, que por su gran atractivo y rentabilidad pasaba sin dificultad a formar parte de las carteras de los fondos de inversión y de los inversores profesionales. Pero estos bonos carecían de cotización oficial, y, por lo tanto, de la liquidez y de la transparencia en la formación de los precios que ofrecen los mercados secundarios. Y ante las noticias de los elevados incumplimientos de los deudores hipotecarios que estaban en el origen del producto, el mercado se cuestionó sobre cuál podía ser su verdadero valor, dando lugar a una huida hacia la liquidez. A finales del verano todos querían desprenderse de este tipo de bonos, nadie los quería en sus balances. De ser una buena inversión se habían convertido en productos de alto riesgo. Surgía así una crisis de liquidez en los mercados crediticios agravada por la falta de información sobre la medida en que cada una de las entidades financieras participantes en el mercado interbancario se podía haber visto afectada por este tipo de inversiones. Para evitar su generalización y el riesgo de una crisis sistémica, los bancos centrales ofrecen desde entonces la liquidez necesaria para asegurar la buena marcha de los mercados. Véase del autor: «Crisis subprime y prestamistas privados», *Revista APD*, núm. 225, noviembre 2007, pág. 35.

II. HACIA UNA REGULACIÓN INTERNACIONAL DEL MERCADO FINANCIERO

La globalización financiera viene acompañada de su propia ordenación, a través de organismos internacionales y asociaciones de intermediarios financieros. Al amparo de organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial, la UNCITRAL, la Cámara de Comercio Internacional (ICC) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), surgen organismos internacionales específicos del mercado financiero, como el Comité de Basilea, la Organización Internacional de Comisiones de Valores y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros. Estos organismos integrados por representantes de supervisores nacionales, trabajando de forma coordinada con las asociaciones de la industria financiera, como ISDA, se convierten en reguladores y vigilantes de las finanzas internacionales. Los Estados nacionales pierden poder normativo y se limitan en muchos casos a incorporar en sus ordenamientos las soluciones alcanzadas por los organismos profesionales.

La financiarización de la actividad económica favorecida por la intensa innovación tecnológica impulsa esta necesidad de coordinar la regulación y la supervisión de los servicios financieros a nivel mundial. A su vez, la aparición de conglomerados financieros, que agrupan empresas que prestan servicios bancarios, de inversión y de seguros, exige también, con el fin de mantener el buen funcionamiento del mercado, un nuevo orden internacional que establezca los principios que deben regir la vida financiera. Estamos ante un sistema en construcción, con muchas lagunas. Así, la reciente crisis financiera ha obligado a replantearse la regulación internacional de la titulización hipotecaria, de los fondos de alto riesgo (*hedge funds*), de las empresas de rating y, en general, el modelo de negocio de los bancos de inversión.

Aunque insuficiente, existe una incipiente regulación internacional de la actividad financiera, que adquiere en la Unión Europea una fisonomía propia. Se compone de reglas que, pese a su marcado carácter técnico, inspiran buena parte de las reformas de los ordenamientos nacionales⁶.

III. LOS PILARES DE LA REGULACIÓN

Los principios internacionales puestos de relieve por los organismos internacionales deben situarse en el punto de partida de esta construcción.

El objetivo de la regulación internacional del mercado financiero no es otro que la seguridad, con el fin de garantizar un funcionamiento eficiente del mercado. En particular trata de dotar a las actividades financieras de una «red de seguridad» con tres pilares: la regulación, la supervisión y el tratamiento de las situaciones de crisis.

⁶ Una buena metodología para abordar la reforma de la regulación del mercado financiero se expone en: OMAROVA, Saule T. y FEIBELMAN, Adam: «Risks, Rules, and Institutions: A Process for Reforming Financial Regulation», *U. Mem.* 2008-2009, núm. 39, págs. 881 y ss.

En primer lugar, mediante la regulación financiera, se ordena el acceso al mercado y los requisitos que deben cumplir las empresas financieras para ejercer su actividad, entre los que destacan determinados coeficientes de solvencia y liquidez. La mirada se fija aquí en la paz financiera de cada empresa (estabilidad microeconómica) y del sistema en su conjunto (estabilidad macroeconómica). La crisis de confianza en una empresa financiera o en un producto financiero, puede tener como consecuencia la extensión de la desconfianza a otras entidades o mercados y llegar a constituir una amenaza para el conjunto del sistema financiero (efecto dominó). Esta posibilidad del contagio de la inestabilidad refuerza la necesidad de ordenar jurídicamente la actividad financiera mediante normas protectoras de la solidez de los intermediarios. Un ejemplo, de lo anterior lo ofrece la crisis subprime. Ha sido la desconfianza hacia los productos estructurados lo que ha creado la crisis de liquidez, con graves consecuencias para la solvencia de los bancos de inversión.

En segundo lugar se sitúa el pilar de la supervisión financiera, encomendada a agencias independientes, a través de las cuales se verifica el cumplimiento de la normativa sectorial, y se sancionan las infracciones. De este modo, se disciplina el normal desarrollo de la vida financiera como complemento necesario a la regulación.

El control del mercado financiero internacional se puede lograr, como sucede en la Unión Europea, a través de la actuación coordinada de las autoridades nacionales, según el principio del reconocimiento mutuo de las medidas de control prudencial, como las relativas a la licencia para acceder al mercado.

El tercer elemento de la red de seguridad, que sirve de cierre al sistema, es del tratamiento de las crisis financieras. Las empresas financieras son proclives a las crisis. Su negocio, como sabemos, se basa en la confianza de los ahorradores. Y la confianza es un frágil soporte, pues falsas informaciones, rumores, o simplemente malos datos económicos, pueden dificultar el ejercicio de la actividad financiera y atraer la crisis. Con la nota añadida de que las crisis de una empresa financiera pueden afectar a la confianza del público en el conjunto de las empresas del sector, convirtiéndose en una amenaza para la estabilidad del propio sistema económico. Por otro lado, las normas concursales de carácter general son insuficientes para proteger los intereses públicos afectados por la crisis de una empresa financiera. Son soluciones paraconcursoales las que permiten anticiparse a la manifestación de la crisis con el fin de restaurar la normalidad. Este objetivo se puede conseguir mediante el saneamiento o la liquidación ordenada de las empresas financieras. Si bien el saneamiento se reserva para las empresas viables, pues las inviables deben ser liquidadas de forma ordenada.

En este apartado del régimen de las crisis financieras se observa una importante laguna en los informes publicados por los organismos internacionales, al quedar silenciada la función de prestamista de última instancia. Es un silencio deliberado. Actuar de otro modo habría contribuido al aumento de los riesgos asumidos por los grupos financieros internacionales, quienes, viéndose respaldados por los bancos centrales, podrían haberse despreocupado de mantener el suficiente grado de solvencia y liquidez, ya que tal forma de actuar no se habría visto sancionada con

la pérdida de clientela. No obstante, ante la importancia de la creciente integración de los mercados y el uso global de sistemas de pagos y de otras infraestructuras financieras, se impone la adopción de acuerdos de colaboración entre las diversas autoridades financieras para la gestión de las crisis financieras. Esta necesidad se ha sentido con fuerza en la crisis subprime. Las autoridades británicas no supieron evitar el pánico de los clientes del banco Northern Rock que hicieron colas para recuperar sus depósitos, poniendo en cuestión al conjunto del sistema⁷. En respuesta a este tipo de amenazas, las autoridades financieras, bancos centrales y ministerios de economía de la Unión Europea han suscrito el 1 de junio de 2008 un Memorando de colaboración sobre la estabilidad financiera transfronteriza⁸. Los firmantes asumen el compromiso de compartir información para garantizar la estabilidad financiera ante crisis bancarias que supongan un riesgo para el sistema financiero. Deberán gestionar la crisis en común, bajo una misma política informativa. Si bien, para evitar incentivar la toma de riesgos, no se pueden anticipar las circunstancias y el momento de una posible intervención pública en la crisis. Además, sólo podrá utilizarse dinero público para resolver la crisis cuando se haya identificado con claridad la existencia de un riesgo sistémico para el conjunto del sistema financiero.

⁷ Véase el demoleador informe: House of Commons, Treasury Committee, *The run on the Rock*, Londres, sábado 26 de enero de 2008, que aunque no pone en cuestión la actual estructura tripartita de autoridades financieras existente en el Reino Unido, que reparte las competencias entre el Tesoro, el Banco de Inglaterra y la Autoridad de Servicios Financieros (FSA), no es óbice para que realice una feroz crítica sobre la falta de coordinación entre las citadas autoridades y destaque con claridad los errores cometidos en la detección y gestión de la crisis del Northern Rock. El informe considera que la FSA es culpable de un fallo generalizado en el ejercicio de sus deberes y de no haber visto el riesgo sistémico que el caso planteaba. Tampoco supo detectar el temerario plan de negocio del Northern Rock. El Informe recomienda crear un nuevo puesto de subgobernador del Banco de Inglaterra, encargado de la estabilidad financiera, con poderes adicionales a los previstos en el vigente marco legal para adoptar medidas preventivas que se anticipen a las crisis, que pueden llegar a la intervención de bancos, y liderar la gestión de las crisis, incluidos los acuerdos de saneamiento con participación de terceras entidades. De la nueva figura se cuida especialmente la necesaria coordinación que deberá existir entre el Gobernador del Banco de Inglaterra, autoridad monetaria, y el nuevo subgobernador, autoridad de las crisis bancarias. La FSA seguiría siendo la autoridad de supervisión bancaria, aunque el nuevo subgobernador tendría su propio cuerpo de inspectores, especializados en la detección de las crisis. Se sigue de cerca la experiencia de la estadounidense Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), aunque no se ha querido crear una autoridad independiente para las crisis bancarias. Se ha preferido radicar dichas funciones en el Banco de Inglaterra, pero proponiendo la creación de un nuevo súper-gobernador, especializado en la prevención del riesgo sistémico y la gestión de las crisis bancarias.

⁸ *Memorandum of understanding on cooperation between the financial supervisory authorities, central banks and finance ministries of the European Union on cross-border financial stability*, de 1 de junio de 2008, ampliado en 2010 a todos los países del Área Económica Europea. Por parte de España, lo han suscrito el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, junto al Ministerio de Economía y Hacienda.

IV. OBJETIVOS DE LA REGULACIÓN

La regulación financiera se funda en los principios de eficiencia, de estabilidad y de transparencia. Hay una aspiración formal hacia la eficiencia del mercado, la estabilidad de los intermediarios y hacia una transparencia informativa que garantice un trato equitativo del ahorrador.

Estos principios son orientaciones políticas (*policies*), necesarias para interpretar las numerosas y complejas normas que integran la ordenación financiera. Son principios entrelazados que mutuamente se complementan. Deben convivir en un justo equilibrio.

1. Eficiencia

La ordenación financiera tiene una pretensión de eficiencia, de cumplimiento de sus objetivos al menor coste social.⁹ En otras palabras, la protección del correcto funcionamiento del mercado financiero constituye la mejor forma de garantizar la eficiente asignación de los recursos financieros, necesaria para cumplir los objetivos constitucionales de progreso económico y pleno empleo en una economía de mercado.

El rechazo que provoca en los juristas la reducción del Derecho a un puro análisis económico no puede significar el abandono de la eficiencia como un principio más de la ordenación del mercado, en particular del financiero. En la ordenación financiera se debe elegir el mejor camino para superar las deficiencias del mercado. Debemos partir del reconocimiento de que el mercado financiero no es un mercado perfecto. La literatura económica pone de relieve sus graves deficiencias. Existen asimetrías informativas que dañan su liquidez y dificultan la correcta formación de los precios. El inversor profano ni dispone ni puede interpretar la información como lo puede hacer un profesional. Y ante estas desigualdades informativas surgen conflictos de intereses y conductas abusivas. Son carencias que exigen respuestas organizativas que vayan más allá de la mera exigencia general de validez y eficacia de las normas. Como todas las normas, las financieras deben haber sido creadas legalmente (validez) y tener la pretensión de ser aplicadas (eficacia), pero, además, para estar legitimadas, deben ser eficientes, es decir, cumplir su objetivo de asignar el ahorro a la inversión al menor costo social posible (eficiencia).

La ordenación financiera debe ser neutral, basada en la objetividad de las actuaciones de las autoridades públicas, en garantía del buen funcionamiento del mercado. En este marco surgen las autoridades financieras, como agencias independientes, con el objetivo de asegurar que el mercado funcione y, ante situaciones de crisis, contribuir a restablecer la normalidad.

⁹ Sobre las diversas interpretaciones de este objetivo de la regulación financiera véase: SESTER, Peter: «Acercas de la interpretación de la eficiencia del mercado de capitales en leyes, directivas y estándares que regulan tales mercados». *Revista de Derecho del mercado de valores*, nº. 4, 2009, págs. 337-364.

Como en cualquier otro mercado, se preserva el buen funcionamiento mediante normas que regulan la libre competencia. Las principales son aquellas que garantizan la correcta y leal competencia. Pero en la regulación del mercado financiero, al Derecho común de la competencia se añade la eficiencia como elemento cualitativo. Bajo este principio deben interpretarse las normas que aseguran la igualdad en el acceso al mercado y el libre ejercicio de las actividades financieras. La búsqueda de la eficiencia se hace patente en la reserva legal de la apelación al ahorro del público en favor de determinados sujetos, o en la intervención pública en la organización de los distintos mercados financieros. Son límites a la libertad de empresa necesarios para garantizar el buen funcionamiento del mercado. La búsqueda de la eficiencia lleva a instrumentalizar otras ramas del Derecho. Así, el Derecho de sociedades se pone al servicio de la ordenación financiera, para facilitar las ofertas públicas o la divulgación de la información societaria.

2. Estabilidad

La regulación financiera se funda también en la necesidad de garantizar la estabilidad de las entidades financieras en defensa del normal funcionamiento del mercado. Lo que distingue a la empresa financiera de las demás, en relación con la estabilidad, es el grado de dificultad que encuentra para armonizar estos objetivos. En este tipo de empresas la incertidumbre es mayor y el riesgo de inestabilidad más elevado. La crisis de confianza en una empresa financiera puede tener como consecuencia la extensión de la desconfianza a otras entidades y llegar a constituir una amenaza para el conjunto del sistema financiero (efecto dominó). Esta posibilidad del contagio de la inestabilidad refuerza la necesidad de ordenar jurídicamente la actividad financiera mediante normas protectoras de la solidez de los intermediarios.

3. Transparencia

La transparencia y la correcta formación de los precios es uno de los principios tradicionales de la ordenación del mercado financiero, cuya protección constituye uno de los principales objetivos de las autoridades financieras.

El mercado financiero es un mercado imperfecto en el que el coste de obtener información acerca del riesgo de inversiones financieras alternativas es excesivamente elevado para muchos de los inversores en relación con las sumas que ellos invierten. Esta asimetría informativa hace necesario proteger al público ahorrador de su propia conducta y evitar las pérdidas de los pequeños depositantes e inversores, pues para ellos la importancia de la pérdida es superior a la de un inversor profesional, y la desconfianza que estas pérdidas generan es contagiosa. Por esta razón, se impone la obligación de suministrar información al mercado por parte de todas aquellas personas que apelan al ahorro del público. Es justo, por tanto, que los emisores de valores y, en general, quienes pretenden captar fondos del público deban informar de forma completa y oportuna sobre sus ofertas para que los interesados puedan adoptar decisiones fundadas de inversión.

V. LA PROTECCIÓN DE LOS AHORRADORES Y USUARIOS

Los ahorradores ocupan una doble posición en el mercado financiero. Son, por un lado, inversores, o depositantes, que deciden dar determinado destino a sus ahorros, ya sea mediante la inversión en bolsa, imposiciones a plazo fijo u otros empleos bancarios, y, por otro lado, son clientes de las entidades financieras.

De conformidad con esta doble posición, en la regulación internacional del mercado financiero la protección del ahorrador se organiza, por un lado, a través de un régimen de protección de inversor, basado en la transparencia informativa de las características de los instrumentos financieros y de la solvencia de sus emisores, y, de otro, mediante una normativa protectora del usuario de servicios financieros, incluidos los reglamentos internos de conducta de los propios intermediarios, que trata de prevenir y proteger al cliente frente a los conflictos de interés que puedan surgir entre el cliente y su intermediario. Se establecen deberes de prevención y gestión de conflictos de interés que puedan afectar a la actuación del intermediario financiero en perjuicio del cliente¹⁰. En esta materia los estándares recogidos en la Directiva de mercados de instrumentos financieros (MiFID) se están convirtiendo en un modelo global. Según las previsiones de la MiFID, los intermediarios financieros deben identificar y gestionar en interés del cliente los conflictos de interés. Con esta finalidad deben contar con unas medidas organizativas adecuadas, como las murallas chinas que separan la información entre departamentos. Por ejemplo, mediante este tipo de murallas se puede evitar que los departamentos de banca de inversión compartan información con los de banca minorista.

En España, los servicios de reclamaciones de los supervisores financieros deben atender las quejas y reclamaciones que presenten los usuarios de servicios financieros, que estén relacionadas con sus intereses y derechos legalmente reconocidos, ya deriven de los contratos, de la normativa de transparencia y protección de la clientela o de las buenas prácticas y usos financieros¹¹. Las buenas prácticas constituyen una fuente de la regulación que debe ser tenida en cuenta a los efectos de emitir un informe por los servicios de reclamaciones. A su vez el Defensor del Cliente de las entidades financieras debe «promover el cumplimiento de la normativa de transparencia y protección de la clientela y de las buenas prácticas y usos financieros»¹².

¹⁰ Véase IOSCO, «Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings, Final Report», noviembre 2007; Christoph KUMPAN y Patrick C. LEYENS, «Conflicts of Interest of Financial Intermediaries Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation», *European Company and Financial Law Review*, 1/2008, págs. 72-100.

¹¹ Véase el artículo 30, sobre presentación de reclamaciones ante el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, según modificación de la disposición final undécima de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible.

Art. 24 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

¹² Art. 29 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

Pero existe el peligro de que esta protección del consumidor resulte más retórica que efectiva. Así, en las directivas de la Unión Europea son frecuentes las menciones a la protección de los ahorradores como motivo de la regulación, pero, salvo supuestos específicos, las directivas no confieren derechos subjetivos a los clientes de las entidades financieras. En general, se trata de una regulación de mercado que deja al Derecho del consumo la protección de los intereses particulares de los ahorradores. Sin embargo, hay una orientación política a tener cada vez más presentes los intereses de los usuarios de los servicios financieros. A esta orientación responde la iniciativa de crear, en marzo de 2004, un grupo de expertos, denominado FIN-USE, con el fin de revisar las propuestas de normas comunitarias desde la perspectiva de los intereses de los usuarios. Iniciativa consolidada en 2010 con la creación del Grupo de Usuarios de Servicios Financieros¹³.

El Plan Obama de reforma financiera ofrece una nueva visión de los intereses en juego al colocar al consumidor en el centro del sistema¹⁴. En línea con las decisiones adoptadas en el G-20 ofrece soluciones técnicas a los fallos de mercado. Entre otras medidas, mejora la regulación de los intermediarios y productos financieros, extiende la aplicación de la normativa prudencial bancaria a las demás entidades financieras que crean riesgos sistémicos, como los hedge funds, y obliga a registrarse a las agencias de rating. A su vez controla la emisión de productos complejos como los bonos que permiten la circulación de los préstamos hipotecarios. En los aspectos institucionales refuerza el poder de la Reserva Federal y crea un organismo para gestionar las crisis bancarias. Pero estas reformas, siendo importantes, no suponen ninguna novedad. Son la evolución natural de sistema actual de regulación financiera. Estábamos ante un sistema envejecido, nacido como consecuencia de la crisis del 1929, que ahora se renueva. Lo que supone una verdadera novedad es el cambio del punto de gravedad del sistema. Hasta ahora la regulación financiera era una regulación de mercado, basada en la transparencia. Se consideraba que para asegurar el buen funcionamiento del mercado bastaba con la *full disclosure*. La luz es el mejor desinfectante. Siempre se ha dicho que con información completa los inversores pueden tomar decisiones fundadas. Pero este sistema está en crisis. Los mercados financieros son por naturaleza complejos. Los folletos y condiciones generales de la contratación financiera no bastan para proteger al inversor. Así, en la reforma se introduce el pilar de la sencillez en la información.

La protección del consumidor constituye una pre-condición para el buen funcionamiento del sistema financiero. Por supuesto que las normas que protegen la solvencia de los bancos son importantes. Son técnicamente necesarias. Pero son insuficientes. Sin la confianza del usuario no se pueden prestar servicios financieros. Los intereses de los consumidores deben estar presentes en la reforma del sistema.

¹³ Véase la Decisión de la Comisión Europea, de 20 de julio de 2010, por la que se crea un Grupo de los Usuarios de Servicios Financieros, donde se reconoce que: «FIN-USE ha desempeñado un papel importante en la transmisión del punto de vista de los usuarios de servicios financieros, aportando a la Comisión un valioso asesoramiento».

¹⁴ Véase Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, de julio de 2010.

Los consumidores deben participar directamente en los órganos de gobierno de los supervisores financieros. La Reserva Federal ha permanecido ajena a los intereses de los consumidores. Los banqueros centrales y en general los supervisores financieros no son sensibles a los problemas de los consumidores. Se debe asegurar que el interés de los usuarios es tenido en cuenta al redactar las normas y supervisar su cumplimiento. A veces se olvida que los servicios financieros son para los usuarios, que deben satisfacer sus intereses. El objetivo de la banca no puede limitarse a distribuir sus productos para ganar comisiones. Hay que atender a la demanda, a las necesidades de los consumidores que la banca debe satisfacer: necesidades de crédito, de asesoramiento en las inversiones, de servicios de pago. En estos momentos de crisis, la falta de atención a los intereses de los usuarios demuestra la disfuncionalidad del sistema.

La principal novedad de la Reforma Obama es haber identificado la protección del consumidor como el principal interés a tener en cuenta al reformar los mercados financieros. Por esta razón propone la creación de una Agencia federal de protección de los consumidores financieros, para asegurar la sencillez y equidad en la prestación de servicios financieros¹⁵.

VI. CARACTERES GENERALES DE LA REGULACIÓN

La regulación internacional del mercado financiero es una disciplina sectorial que forma parte del Derecho mercantil internacional, aunque sea objeto de una intensa influencia del Derecho público y tenga rasgos propios. Es una rama del Derecho en la que la técnica adquiere relevancia jurídica y penetra en la estructura del contrato financiero.

Las operaciones bancarias, bursátiles y de seguros cada vez son más complejas en su naturaleza y contenido. Si en otros ámbitos de la vida económica el Derecho modifica comportamientos, en el mercado financiero se limita a reconocer y dar forma a las operaciones practicadas en el tráfico. Los organismos internacionales y las asociaciones profesionales de bancos de inversión, con la valiosa asesoría de las firmas globales de abogados, han desarrollado un compendio de reglas y códigos aplicables a las operaciones que tienen lugar en el mercado financiero en las que priman las soluciones técnicas propias de la industria. Estos agentes han sabido dar respuesta a los retos que plantea la evolución de los mercados financieros.

Este tipo de ordenación busca preservar, en todo caso, la innovación tecnológica y la competencia en el sector. La limitación a la autonomía privada sólo se justifica por la seguridad que las medidas de ordenación ofrecen al tráfico financiero. De este modo, se consigue que aumente la rapidez de las operaciones sin descuidar la seguridad jurídica.

¹⁵ La industria financiera se ha mostrado muy crítica con la creación de la agencia federal Consumer Financial Protection Bureau (CFPB). Véase en relación con este debate: LEVITIN, ADAM J., A, *Critique of Evans and Wright's Study of the Consumer Financial Protection Agency Act* (October 22, 2009), *Georgetown Public Law Research Paper* n.º. 1492471. Disponible en: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1492471>.

La perfección y la consumación de los contratos se ven afectadas por este aspecto técnico. La aplicación de la técnica da lugar a un automatismo en la contratación no desconocido en otros sectores del Derecho mercantil internacional pero con rasgos originales en materia financiera. Hay un formalismo técnico derivado de la aplicación de la informática a operaciones realizadas en masa. El interés público en el buen funcionamiento del mercado financiero justifica la coactividad, automatismo y tipicidad propias de esta disciplina. Esta importante función que desempeña la técnica en el mercado financiero llega a afectar a la aplicación de los principios del Derecho común. La perfección de los contratos, sus sistemas de garantías y la ejecución de los mismos tienen lugar a través de sistemas centralizados y encadenados, cuya naturaleza jurídica está todavía por determinar.

En esta forma de regular el mercado financiero, el poder se desplaza de los Tribunales que aplican el Derecho privado a los organismos profesionales y firmas globales de abogados, y sistemas de arbitraje internacional, que aplican los complejos acuerdos y desarrollos técnicos elaborados por los supervisores y la industria financiera.

La principal debilidad de esta forma de regular y aplicar las normas es su déficit democrático. Las normas se adoptan y aplican por sujetos privados en defensa de sus propios intereses corporativos. Para evitar este problema de falta de legitimación, se asumen compromisos protectores de los intereses generales, como el de consulta pública de todas las iniciativas relativas a la regulación del mercado financiero. Así en la Unión Europea se aplica el llamado sistema Lamfalussy de regulación financiera, donde existen comités públicos encargados de velar por un correcto desarrollo de los procesos de consulta y que los estándares aplicables a la regulación de los mercados sean equitativos y garanticen la leal concurrencia entre los profesionales¹⁶. Aunque hay que reconocer que existe un problema de acceso a la información derivado del uso exclusivo del inglés como idioma de trabajo, sobre todo en países como España en que todavía existen dificultades en el uso del inglés, vehículo de las finanzas internacionales¹⁷.

¹⁶ El sistema Lamfalussy de regulación financiera, aplicado entre otras materias a la regulación de los mercados de instrumentos financieros en la Unión Europea, distingue cuatro niveles. El primero de principios, que corresponde a la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), el segundo de desarrollo reglamentario, realizado por la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto, y el Reglamento 1287/2006, de misma fecha, el tercero de interpretación por los reguladores del marco legal y reglamentario con el fin de asegurar su aplicación armonizada en los distintos Estados miembros, y el cuarto relativo al control y sanción de las desviaciones en la aplicación armonizada de la legislación comunitaria. El Nivel III, relativo a las recomendaciones relativas a la interpretación que debe darse a la MiFID y su desarrollo comunitario, está siendo realizado de forma transparente por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA). Sobre la importancia de la MiFID véase: François HAAS, «The Markets in Financial Instruments Directive: Banking on Market and Supervisory Efficiency», IMF Working paper, WP/07/250.

¹⁷ Por fortuna, la CNMV publica en español en su página web los principales documentos interpretativos que constituyen el Nivel III de la MiFID en su aplicación en España.

VII. ORGANISMOS REGULADORES

La ordenación financiera, con independencia de su ámbito territorial, debe ser neutral, basada en la objetividad de las actuaciones de autoridades públicas, en garantía del buen funcionamiento del mercado. En este marco surgen las autoridades financieras nacionales, como agencias independientes, con el objetivo de asegurar que el mercado funcione y, ante situaciones de crisis, contribuir a restablecer la normalidad.

Esta función está siendo desarrollada a nivel internacional por organismos internacionales de carácter sectorial integrados por representantes de las autoridades nacionales. Las principales son el Comité de Basilea, en banca, la Organización Internacional de Comisiones de Valores, en Bolsa, y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, en este subsector de las finanzas internacionales¹⁸. Son organizaciones que tratan de mejorar la coordinación de la vigilancia por las autoridades nacionales de la actividad financiera internacional. Tienen en común su naturaleza. Son asociaciones de autoridades administrativas del sector financiero. Se caracterizan por su tecnicismo, como lo que son: agencias especializadas en la regulación y supervisión del mercado financiero.

Por su posición central en el sistema financiero, ha sido en banca donde más se ha avanzado en la coordinación internacional de la ordenación financiera. Desde 1930, el Banco de Pagos Internacional (BIS) funciona como un foro de contacto entre los gobernadores de los bancos centrales de los países más desarrollados. En 1974 se crea en este ámbito el Comité de Ordenación Bancaria y Procedimientos de Supervisión, conocido como *Comité de Basilea*. Está formado por las autoridades financieras y de supervisión bancaria de Alemania, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Suecia, Suiza y Reino Unido. No obstante, mantiene contactos con supervisores no miembros del Comité a través de consultas, capacitación técnica y cooperación instrumentada a través de comités regionales. Por ejemplo, sus trabajos se desarrollan en estrecha colaboración con el Grupo de Contacto de las Autoridades de Supervisión Bancaria de la Unión Europea, e inspiran muchas de las reformas del Derecho bancario comunitario.

La *Organización Internacional de Comisiones de Valores* (IOSCO) nace en 1983 de la transformación de la asociación interamericana de este tipo de supervisores creada en 1974. En la actualidad es una organización que agrupa a más de 170 supervisores de valores de todo el mundo. Es una organización que pretende intensificar la cooperación entre sus miembros con el fin de promover niveles adecuados

¹⁸ La cooperación internacional en el seno de estos organismos multilaterales se muestra más eficaz para la creación de estándares internacionales que las tradicionales negociaciones bilaterales (cfr. Thomas M. J. MÖLLERS, «Creating Standards in a Global Financial Market – The Sarbanes-Oxley Act and other Activities: What Europeans and Americans could and should learn from each other–», *European Company and Financial Law Review* 2/2007, pág. 193). Otro ejemplo de regulación internacional en materia financiera, lo ofrece el llamado Financial Action Task Force de la OCDE, en material de blanqueo o lavado de capitales.

de ordenación financiera, intercambiar información y establecer los principios para conseguir una supervisión efectiva de las transmisiones internacionales de valores. Dispone de un comité ejecutivo, cuatro comités regionales y dos comités de carácter técnico. Hay miembros ordinarios que pueden acceder al comité ejecutivo y asociados que no tienen tal acceso. Las bolsas y otros organismos de autorregulación pueden afiliarse a la organización.

La *Asociación Internacional de Supervisores de Seguros* (IAIS) es una organización más joven, nacida en 1994, reconociendo que la globalización del mercado financiero alcanza al seguro, y que en este ámbito también resulta necesario contar con un foro de contacto entre las autoridades del sector, con el fin de lograr una mejor protección de los asegurados y la promoción de unos mercados de seguros sólidos y eficientes. Estos objetivos se pretenden lograr estableciendo estándares internacionales de regulación y supervisión, suministrando ayuda técnica a sus miembros y coordinando sus labores con las de otros supervisores financieros. Admite observadores representantes del seguro y de otras profesiones financieras. Se rige por un comité ejecutivo y dispone, para organizar sus trabajos, de un comité presupuestario, de un comité técnico y otro de mercados emergentes.

En la Unión Europea, con el fin de hacer más flexible y eficiente el proceso de elaboración normativa, según las recomendaciones de un Comité de Sabios presidido por Alexander LAMFALUSSY, se crearon dos tipos de comités: unos comités políticos, formados por representantes de alto nivel de los Estados miembros, que funcionaron de forma coordinada con otros comités de naturaleza técnica, integrados, como su nombre indica, por representantes de las autoridades de supervisión de los mercados financieros¹⁹. La crisis obliga a reforzar este entramado institucional. A propuesta de un grupo de alto nivel presidido por Jacques DE LAROSIÈRE²⁰, se

¹⁹ En primer lugar, siguiendo las recomendaciones del Comité Lamfalussy, se crearon los comités necesarios para desarrollar la regulación eficiente del mercado de valores. De este modo se creó un Comité Europeo de Valores (CEV), de carácter político, y un Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), de carácter técnico, integrado por representantes de las autoridades de supervisión del mercado de valores de los Estados miembros, por Decisiones de la Comisión Europea de 6 de junio de 2001. Y dada la utilidad de esta solución para impulsar la creación de un mercado financiero regional, aunque en origen fue una medida prevista exclusivamente para el mercado de valores, su aplicación se extendió a los demás sectores financieros. Por Decisiones de la Comisión Europea de 5 de noviembre de 2003 se crearon en el mercado del crédito el Comité Bancario Europeo (CBE) y el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CSBE), y en el ámbito del seguro, el Comité Europeo de Seguros y Pensiones de Jubilación (CESP) y el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación (CESSP), todos ellos con igual naturaleza y funciones que los creados en el ámbito del mercado de valores.

²⁰ En octubre de 2008, la Comisión Europea encargó a un Grupo de Alto Nivel presidido por Jacques DE LAROSIÈRE un informe sobre el futuro de la regulación y supervisión financiera europea. El Grupo presentó su informe el 25 de febrero de 2009 y sus recomendaciones fueron asumidas por la Comisión Europea en marzo de 2009. El Informe de DE LAROSIÈRE resulta útil pero olvida lo más importante, la base del sistema financiero, la confianza del público en los mecanismos de asignación del ahorro a la inversión, rota por la crisis. La reforma de las altas estructuras de las finanzas es conveniente pero insuficiente para recobrar la confianza en los bancos por parte de los ciudadanos. Hay que adoptar

crea un Sistema Europeo de Supervisión Financiera, paralelo al Sistema Europeo de Bancos Centrales, pero destinado a la supervisión financiera, del que forman parte los supervisores nacionales y las autoridades europeas surgidas de la transformación de los comités Lamfalussy, a saber, la Autoridad Bancaria Europea (EBA), la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA). A la cabeza de este sistema se encuentra el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico encargado de prevenir los fallos del mercado financiero (ESRB). Más allá de esta sopa de letras está el esfuerzo de identificar funciones y asignarlas a distintas autoridades. Frente al Banco Central Europeo, autoridad monetaria, surgen autoridades europeas de supervisión financiera, encargadas de velar por el buen funcionamiento del mercado (riesgo macroprudencial), así como por la estabilidad de cada una de las entidades financieras que operan en el sistema (riesgo microprudencial).

El proceso de armonización de la regulación del mercado financiero se ha facilitado en la Unión Europea mediante este proceso de comitología. A través de los comités de reguladores financieros se garantiza una aplicación e interpretación armonizada de las normas comunitarias. El Parlamento y la Comisión Europea utilizan de forma sistemática estos comités de expertos para regular mejor (*better regulation*). En este proceso de mejor regulación tienen especial importancia las consultas públicas de los proyectos normativos, con el fin de recibir las opiniones de la industria, los consumidores y demás interesados (*stakeholders*). Este proceso de comitología está sirviendo de modelo para el desarrollo de una regulación internacional del mercado financiero²¹.

Para completar el panorama de los organismos reguladores hay que hacer referencia a las asociaciones profesionales encargadas de formular contratos-tipo para las operaciones financieras, en particular a los que tienen lugar sobre productos derivados. Nos estamos refiriendo a la *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), a la *International Securities Market Association* (ISMA), y a la *Bond Market Association* (BMA), por citar a las más activas. Estas asociaciones contribuyen con sus trabajos a la estandarización de los contratos financieros reduciendo el coste de las transacciones y aumentando la liquidez en los mercados. Muchos de los productos utilizados en la crisis subprime carecían de esta estandarización, por

otras medidas cuya visión no está al alcance de los técnicos ni de los altos directivos de la banca. Nos estamos refiriendo a una nueva cultura que cambie la forma y el contenido de la regulación financiera. La ortodoxia de la regulación financiera parte de un permanente diálogo entre los supervisores y la industria. Gobernadores y banqueros hablan el mismo idioma y comparten los mismos objetivos. La relación con los lobbies de la industria facilita el desarrollo del marco legal por parte de los supervisores. A su vez, la industria recibe de los supervisores una aplicación de la normativa amable con sus intereses. Este permanente diálogo ha llevado a un régimen financiero disfuncional en el que no se garantiza la protección de los inversores y en el que queda amenazada la propia existencia del mercado.

²¹ En particular, en referencia a la convergencia entre el Derecho comunitario europeo y el estadounidense, véase: MÖLLERS, Thomas M. J., «Creating Standards in a Global Financial Market – The Sarbanes-Oxley Act and other Activities: What Europeans and Americans could and should learn from each other –», *European Company and Financial Law Review*, 2/2007, págs. 173 y ss.

lo que sus riesgos resultaban difíciles de medir y, a la postre, esta falta de claridad ha dañado su liquidez²².

Una de las principales decisiones de la cumbre de Londres del G-20, de abril de 2009, fue la de reforzar la supervisión financiera de los bancos globales a través de una nueva autoridad financiera, denominada Consejo de Estabilidad Financiera²³. Este organismo surge de un foro que con carácter informal se reunía periódicamente en Basilea, formado por las autoridades financieras de los países anglosajones y de su ámbito de influencia. Ahora expandido para incorporar a las autoridades financieras de todos los países del G-20.

La gran banca tiene un tamaño y una complejidad que escapa al control de las autoridades nacionales. Los principales grupos bancarios superan varias veces el PIB de los países en los que residen. Desarrollan negocios a gran escala que comprometen la estabilidad económica y financiera. La crisis ha puesto en evidencia las lagunas de la supervisión de los conglomerados financieros y sus graves consecuencias. En este sentido la declaración de la cumbre de Londres, considera que los graves fallos en la regulación y supervisión financiera han sido la causa fundamental de la crisis.

Con el objetivo de superar estos fallos se decide la regulación de todas las entidades financieras que por su importancia puedan amenazar la estabilidad financiera, incluidos los hedge funds. Se parte de la premisa de que vivimos en una economía globalizada en la que los riesgos se propagan más allá de las fronteras y que cualquier fallo puede contagiarse y afectar al resto del sistema.

Lo más novedoso del G-20 ha sido la creación de un supervisor global, encargado de vigilar el conjunto de las actividades financieras y con autoridad sobre distintas jurisdicciones. De este modo, se supera la tradicional separación entre banca, bolsa y seguro, para crear un organismo de supervisión cuyo control se extiende a cualquier operación o servicio relacionado con la canalización del ahorro a la inversión, incluyendo los derivados como instrumentos de gestión de riesgos.

El foco de la coordinación internacional gira de la moneda a las finanzas. Hasta ahora la coordinación se centraba en los aspectos monetarios. Tradicionalmente los bancos centrales mantienen una buena colaboración y están acostumbrados a tomar decisiones de forma conjunta. Y en situación de crisis dan a la máquina de crear di-

²² La liquidez de estos productos se ha visto afectada por la falta de transparencia tanto de los productos como de las transacciones sobre los mismos. Son productos que carecen de un mercado secundario que fije los precios de forma transparente. Ante las críticas recibidas por la falta de transparencia de los mercados de bonos en general y de los productos derivados de las hipotecas basura en particular, la respuesta de la industria financiera ha venido en esta ocasión de la Internacional Capital Market Association (ICMA), ofreciendo una web de precios de libre acceso por parte de los inversores minoristas (BondMarketPrices.com) y redactando un Código de buenas prácticas, bajo la denominación de *European Financial Services Industry Standard of Good Practice on Bond Market Transparency for Retail Investors*.

²³ En la web del *Financial Stability Board* (<http://www.financialstabilityboard.org/index.htm>) están disponibles los diversos informes elaborados en relación con el desarrollo de las decisiones adoptadas por el G-20.

nero para facilitar la liquidez necesaria para la recuperación económica²⁴. Pero esta coordinación monetaria resulta insuficiente. Suaviza los síntomas de la crisis pero no ataca a la raíz del problema. Si se quiere hacer frente al desgobierno de las finanzas internacionales protagonizado por la ingeniería financiera, resulta necesario crear una autoridad que tenga el poder y los medios para disciplinar a los grandes conglomerados financieros.

En este contexto surge el Consejo de Estabilidad Financiera, como una autoridad global encargada de poner orden en las finanzas internacionales. Con la creación de este organismo se va más allá de la coordinación alcanzada en política monetaria. La diversidad de divisas desaconsejan la creación de un único banco central en el mundo, sin embargo, en relación con la supervisión financiera, la globalización de la economía financiera y de sus riesgos imponen dar este paso. La complejidad de las estructuras y la variedad de los mercados en que opera la gran banca hacen muy difícil su control por los supervisores nacionales. Para disciplinar a estos bancos globales son necesarias autoridades globales.

También en la Unión Europea se busca hacer frente a los riesgos que generan los grandes conglomerados financieros a través del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, con funciones similares a las que a nivel global asume el Consejo de Estabilidad Financiera.

Hay quienes se oponen de forma radical a la creación de un supervisor global de las finanzas, ya sea mundial o en el escalón europeo. Afirman que el sistema es incompleto porque carece de un prestamista de última instancia que financie la gestión de las crisis. Pero la falta de financiación no es razón suficiente para oponerse al supervisor global. Ya existe la coordinación necesaria entre los bancos centrales para proporcionar ayudas de liquidez. Faltaría formalizarlas mediante un protocolo de actuación. Pero de aprobarse dicho protocolo debería hacerse manteniendo cierto grado de discrecionalidad. La gestión de las crisis bancarias resulta difícil de formalizar en un protocolo. No hay dos crisis iguales. Para la gestión de la crisis no hay otra solución que confiar en la profesionalidad y la experiencia de los técnicos a los que corresponda la adopción de las decisiones, rindiendo cuentas de sus actuaciones.

VIII. NATURALEZA DE LA REGULACIÓN

La labor de estos organismos reguladores se encamina, más que a crear un Derecho uniforme, a establecer unos principios básicos, unos criterios profesionales, que impulsen la reforma de los distintos ordenamientos nacionales²⁵. Los acuerdos

²⁴ Véanse las frecuentes notas de prensa del Banco Central Europeo sobre acuerdos de provisión de liquidez con otras autoridades monetarias, entre las que se encuentran la Reserva federal, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza.

²⁵ Véase, en general, sobre la naturaleza y alcance de la regulación internacional en la era de la globalización: RAMSES, A. WESSEL y Jan WOUTERS, «The Phenomenon of Multilevel Regulation: In-

que se alcanzan en su seno son meras orientaciones técnicas que se formulan con el fin de que sean aplicadas por los profesionales, y que tienen la pretensión de llegar a formar parte de los ordenamientos nacionales.

Las resoluciones e informes técnicos de los organismos internacionales de regulación y control financiero son trasladadas a través de los supervisores financieros a los foros regionales. En estos foros se adoptan acuerdos y aprueban decisiones tendientes a la aplicación en sus territorios de los criterios internacionales. Entre estos foros regionales destaca el que forma la Unión Europea. Muchas de sus directivas y reglamentos en materia financiera son fiel reflejo de los acuerdos adoptados internacionalmente. Se ha criticado la falta de legitimidad democrática de estos organismos para dictar estándares internacionales aplicables en Derecho interno. Es un hecho que los parlamentos nacionales se convierten en meros receptores de las decisiones adoptadas por estos organismos, reconociendo de este modo su incapacidad técnica para ordenar el mercado financiero.

Los acuerdos de los organismos internacionales de regulación financiera no son fuente del Derecho. Ni sus firmantes actúan en representación de los Estados, ni está prevista su ratificación. No parece necesario insistir en que los bancos centrales, las comisiones de valores, los supervisores de seguros o las asociaciones de bancos de inversión, carecen de poder para concluir verdaderos acuerdos internacionales.

Este tipo de acuerdos constituye una de las expresiones más relevantes de *soft law*, es decir, de estándares y normas de conducta profesionales creados al margen de los parlamentos de los Estados nacionales. Son reglas técnicas que sin tener la naturaleza de ley tienen sin embargo el efecto de regular las finanzas internacionales. Forman parte de la nueva *lex mercatoria* de las finanzas internacionales, surgida de los operadores globales²⁶. Dan respuesta uniforme a las necesidades que plantea el mercado financiero en una economía globalizada. Los estándares proliferan y tienen éxito por su pragmatismo. Al fin y al cabo, dan solución a los problemas que plantean las finanzas internacionales²⁷. Tal es su éxito que su aplicación resulta una condición necesaria

teractions between Global, EU and National Regulatory Spheres», *International Organizations Law Review*, 2007, págs. 259-291.

²⁶ Véase C. SCHMITTHOFF, *Commercial Law in a Changing Economic Climate*, 2.^a ed., Littleton, 1983; y en la doctrina española F. LÓPEZ RUIZ, «Notas sobre la Nueva Lex Mercatoria», *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, Working Paper núm. 1/2007 (disponible en línea en la página web de la revista), para quien la polémica sobre si la *lex mercatoria* es *soft law* o *hard law* es secundaria, pues lo relevante es la eficacia que se hace de ella en los mercados financieros internacionales «donde hay más negocios que leyes» (ob. cit. pág. 15); ampliado en «El papel de la *societas mercatorum* en la creación normativa: la *lex mercatoria*», *Cuadernos Electrónicos de Filosofía del Derecho*, núm. 20, 2010, págs. 67-91.

²⁷ Cfr. Dieter KERWER, «Rules that Many Use: Standards and Global Regulation» Governance: An International *Journal of Policy, Administration, and Institutions*, vol. 18, n.º 4, octubre 2005, págs. 611-632; para quien «standards are defined as best-practice rules based on expertise» (ob. cit. pág. 628). Sobre las clases de *Standard Setting Bodies* en el mercado financiero, véase Gregor C. HEINRICH, «Determinación de estándares internacionales. Hacia la certidumbre jurídica y la estabilidad financiera», *Panorama internacional de derecho mercantil. Culturas y sistemas jurídicos com-*

para poder mantener la competitividad de la industria financiera. De hecho, apartarse de estos estándares internacionales, supone una inmediata pérdida de reputación, penalizada con la marginación de los flujos financieros internacionales.

Son acuerdos que gozan de un elevado rigor técnico. El detalle de la regulación es en gran medida el resultado del asesoramiento que prestan las grandes firmas de abogados anglosajonas a los bancos de inversión y demás operadores globales. Ninguna operación financiera internacional de cierto volumen se realiza sin su participación. Han colonizado el Derecho financiero global²⁸. Ofertas públicas en sus diversas modalidades, fusiones y adquisiciones, y tantas otras operaciones financieras son diseñadas con la participación de estas firmas globales. Su crecimiento ha sido paralelo al desarrollo de los mercados financieros. Los Estados nacionales no han sabido regular y ordenar los nuevos mercados e instrumentos financieros, y ocupando su lugar las firmas globales han pasado a actuar de hecho como verdaderos reguladores de los mercados financieros internacionales. Representan la cultura de la élite legal. Del mismo modo que Napoleón colonizó Europa con sus códigos, las grandes firmas de abogados pueden estar llevando a cabo una nueva forma de neo-colonialismo²⁹.

IX. ALCANCE DE LA REGULACIÓN

Este ámbito de cooperación entre las autoridades nacionales ha propiciado que estos organismos publiquen y actualicen aquellos principios que en su opinión deben regir una correcta ordenación y supervisión financiera internacional. La vaguedad de sus enunciados no les resta importancia, pues son el origen de la incipiente codificación internacional de la actividad financiera. Una compilación de los trabajos de estos organismos está disponible a través del *Financial Stability Board*³⁰.

parados, T. I, QUINTANA, Adrián; ELVIA, Arcelia (Coordinadora), México, 2006, págs. 129-150; quien distingue entre: 1) Agrupaciones profesionales y del mercado, 2) Entidades internacionales para la creación de normas de derecho armonizadas, y 3) Grupos de expertos (*op. cit.* pág. 133).

²⁸ Cfr. John FLOOD, «Lawyers As Sanctifiers: The Role Of Elite Law Firms In International Business Transactions», *Indiana Journal of Global Legal Studies*, vol. 10, págs. 2 y ss; para este autor las firmas de abogados globales sirven para «santificar» las transacciones. Santifican la actuación de sus clientes en la economía global. Saben más de las operaciones y sus tecnicismos que los propios supervisores nacionales. En las primeras reuniones con los supervisores, llegan a actuar como asesores externos, explicando la ingeniería de las operaciones, aunque siempre desde la perspectiva de justificar la operación, atendiendo a los intereses de sus clientes, los bancos de inversión o grandes emisores de valores. Actúan con la autoridad que deriva del conocimiento, de la habitualidad y de haber participado en la tipificación de las operaciones. Según Flood, «the role of the international large law firm in this sphere is enshrined as a Weberian form of traditional authority» (*op. cit.* pág. 4).

²⁹ Véase al respecto las interesantes reflexiones de Ross CRANSTON, «A theory for international commercial law?», Ponencia presentada en Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM, Congreso Internacional de Derecho Mercantil, 8 de marzo de 2006, págs. 17 y ss.

³⁰ Junto a los estándares para la Regulación y Supervisión Financiera, el Financial Stability Forum, a cargo de la secretaria del Banco Internacional de Pagos de Basilea, la compilación recoge tam-

En abril de 1997, el Comité de Basilea publicó los «Principios esenciales para una supervisión bancaria efectiva», con el fin de fortalecer tanto los sistemas financieros nacionales como el internacional. Se trata de 25 recomendaciones agrupadas en siete epígrafes: precondiciones para una supervisión bancaria efectiva, autorizaciones y estructura, regulación prudencial y requisitos, métodos de desarrollo de la supervisión financiera, requisitos de información, poderes formales de los supervisores y banca transfronteriza. Los principios anteriores se desarrollan en un «Compendio» que, a modo de texto refundido, recoge y sistematiza los acuerdos alcanzados en el seno del Comité de Basilea desde su creación.

A su vez, la IOSCO aprobó en septiembre de 1998 los «Objetivos y principios de la regulación de valores». Son 30 principios basados en la protección del inversor, la garantía de unos mercados justos, eficientes y transparentes, y la reducción de riesgos en el sistema, que se presentan agrupados en ocho apartados: relativos al regulador, de autorregulación, para la aplicación de la regulación de valores, de cooperación en la regulación, para los emisores, para los organismos de inversión colectiva, para los intermediarios del mercado y relativos al mercado secundario.

En términos análogos a los anteriores, la IAIS hizo públicos, en septiembre de 1997, los «Principios esenciales y metodología de seguros». Son principios fundamentales para una supervisión efectiva, desarrollados a través de estándares de mejores prácticas, completados con guías de actuación cuando ello resulta necesario. Es un documento, periódicamente actualizado, pensado para servir de referencia con el fin de poder evaluar las necesidades de mejora de los sistemas de seguro nacionales.

La aparición de conglomerados financieros, es decir, de complejas empresas financieras transnacionales que operan en varios subsectores del mercado, unida a la creciente desaparición de las barreras que separaban el ejercicio de las distintas actividades financieras, refuerza la necesidad de coordinar la actuación de los organismos de supervisión de carácter sectorial. Por este motivo, los tres organismos sectoriales actúan de forma coordinada a través del Foro Conjunto de Conglomerados Financieros (*Joint Forum on Financial Conglomerates*). Dicho Foro ha recibido el mandato específico de identificar los principios básicos comunes a la supervisión de los tres sectores financieros, partiendo de la comparación de los principios sectoriales recientemente publicados. También tiene la misión de analizar cuestiones de interés común a los tres sectores, como son las relativas a la gestión del riesgo, los controles internos, el gobierno societario, la externalización de actividades y la noción de las distintas actividades financieras (banca, seguro y de inversión).

bién otros estándares que se consideran relevantes desde la perspectiva de la estabilidad financiera. Son los relativos a la Transparencia Monetaria y de Política Financiera, de Transparencia de Política Fiscal y de Difusión de Datos del FMI, los de Insolvencia del Banco Mundial, los de Contabilidad de IASB, los de Auditoría de IFAC, los de Liquidación y Pagos de CPSS/IOSCO, y los de Integridad del Mercado de FATF. Conviene destacar que el Financial Stability Forum coloca en un mismo plano los estándares emanados de organismos públicos como el FMI, con los emanados de asociaciones privadas que agrupan a los contables (IASB) o a los auditores (IFAC). Documentación disponible en financialstabilityboard.org.

La crisis subprime ha puesto en evidencia las insuficiencias del sistema establecido por estos comités para proteger la estabilidad financiera internacional. Estas insuficiencias han sido analizadas con el fin de proponer un nuevo marco protector de la estabilidad financiera³¹. Para conseguirlo resultaría necesario fortalecer la vigilancia prudencial de los intermediarios y la gestión del riesgo y de la liquidez en los mercados financieros, mejorando la transparencia y las técnicas de valoración de los instrumentos financieros, además deben cambiar las funciones y la forma de operar de las agencias de calificación.

La regulación debe ir acompañada de una supervisión eficaz que garantice su efectividad. La supervisión financiera es más un arte que una ciencia, sometida a cierta discrecionalidad. Debe ejercerse con tranquilidad, anteponiendo el bien público a los intereses privados. Por esta razón, los estándares internacionales imponen la protección del supervisor a través de una «protección legal adecuada para los reguladores y su personal que actúen de buena fe en el desempeño de sus funciones y poderes»³².

X. EL PAPEL DE LA AUTORREGULACIÓN

Como estamos viendo, la complejidad de los nuevos productos y mercados sobrepasa la capacidad de los reguladores nacionales para ordenar la vida financiera y se hace necesario contar con la industria y sus asociaciones en la ordenación financiera. Los Estados y los organismos internacionales asumen como propios los estándares y las mejores prácticas de la industria financiera. De este modo, mediante una autorregulación regulada se transforma la regla privada en norma pública.

La autorregulación adopta diversas modalidades. Comprende desde los códigos de conducta de la industria, a reglas técnicas o de mejores prácticas profesionales. Mediante este sistema de «autorregulación regulada» se puede alcanzar una mejor ordenación del mercado financiero.

XI. REFLEXIÓN FINAL

La regulación internacional de los mercados financieros está en proceso de construcción. La globalización y financialización de la vida económica no han venido acompañadas de un régimen internacional de las finanzas.

³¹ Véase, en general, Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, Basilea, 7 April 2008, y en particular, desde la perspectiva de los reguladores del mercado de valores, IOSCO, *Report of the Task Force on the Subprime Crisis*, mayo 2008.

³² Inciso final del punto 5.2 de los «Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores», de IOSCO.

La profundidad y duración de la crisis actual supera las de la Gran Depresión. Sin embargo sus efectos están siendo mejor gestionados. Se han limitado las quiebras de bancos y se ha mantenido la estabilidad del sistema. En el siglo pasado se optó por la prohibición de aquellas conductas que se consideraban causantes de la crisis. Así se prohibió a los bancos operar sobre valores, separando banca y bolsa. En la crisis actual se sigue confiando en la industria financiera y en su colaboración para mejorar el sistema. La transparencia sigue siendo considerada como el principal objetivo de la regulación y supervisión financiera. Sigue rigiendo el modelo de la coregulación, en el que las asociaciones profesionales proponen y aplican las mejores prácticas.

Las primeras respuestas a la crisis vienen de los comités profesionales. Han sido los técnicos y los profesionales quienes han reaccionado, creando comités y asociaciones para adoptar acuerdos tendentes a dar seguridad a las transacciones, a modo de una nueva *Lex Mercatoria*. Optan por la prudencia, evitando una sobre-reacción ante los efectos de la crisis.

Sin embargo, la gravedad de la crisis aconseja la adopción de medidas legales que refuercen la transparencia, en particular en el mercado de bonos, en el régimen de los *hedge funds*, en el estatuto de las agencias de *rating* y en el ámbito de las remuneraciones de los banqueros, y que, asimismo, habiliten a los supervisores para intervenir ante la crisis de grupos bancarios que puedan llegar a amenazar la estabilidad del conjunto del sistema financiero.

Sin olvidar que la protección de los usuarios constituye una precondition para restablecer la confianza en el mercado financiero. Las normas prudenciales son una simple herramienta para garantizar el buen funcionamiento del mercado y la protección de los consumidores. El diálogo permanente con la industria y la influencia de los lobbies bancarios termina por apartar a la regulación y supervisión financiera de su principal objetivo que no es otro que ofrecer un servicio de calidad que responda a las necesidades de los consumidores. Para contrarrestar el poder de la industria y mejorar la eficiencia del sistema de supervisión financiera se hace necesaria la participación más activa de los usuarios en los órganos de gobierno de los supervisores financieros.

XII. BIBLIOGRAFÍA

- ARESTIS, Philip y BASU, Santonu: «Financial Globalization and Regulation», *The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper*. Nº 397, diciembre 2003.
- CRANSTON, ROSS: «A theory for international commercial law?», Ponencia presentada en Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM, Congreso Internacional de Derecho Mercantil, 8 de marzo de 2006.
- FINANCIAL STABILITY FORUM: *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, Basilea, 7 April 2008.

- FLOOD, John: «Lawyers As Sanctifiers: The Role Of Elite Law Firms In International Business Transactions», *Indiana Journal of Global Legal Studies*, vol. 10, págs. 2 y ss.
- FOSTER, John Bellamy: «The financialization of capitalism», *Monthly Review*, abril 2007.
- GIOVANOLI, Mario: «A New Architecture for the Global Financial Market : Legal Aspects of International Financial Standard Setting », en *International Monetary Law. Issues for the New Millenium*, editado por Mario Giovanoli, OUP, 2000, págs. 3 ss.
- IOSCO: *Report of the Task Force on the Subprime Crisis*, mayo 2008.
- IOSCO: «Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings, Final Report», noviembre 2007.
- HAAS, François: «The Markets in Financial Instruments Directive: Banking on Market and Supervisory Efficiency», IMF Working paper, WP/07/250.
- HEINRICH, Gregor, C.: «Determinación de estándares internacionales. Hacia la certidumbre jurídica y la estabilidad financiera», *Panorama internacional de derecho mercantil. Culturas y sistemas jurídicos comparados*, T. I, Quintana Adriano, Elvia Arcelia (Coordinadora), México, 2006, págs. 129-150.
- HOUSE OF COMMONS, TREASURY COMMITTEE: *The run on the Rock*, Londres, sábado 26 de enero de 2008.
- KERWER, Dieter: «Rules that Many Use: Standards and Global Regulation» Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions, vol. 18, n.º 4, octubre 2005, págs. 611-632.
- KUMPAN, Christoph y LEYENS, Patrick C.: «Conflicts of Interest of Financial Intermediaries Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation», *European Company and Financial Law Review*, 1/2008, págs. 72-100.
- LÓPEZ RUIZ, Fr.: «Notas sobre la Nueva Lex Mercatoria», *Revista de Derecho del Mercado Financiero, Working Paper* núm. 1/2007.
- MÖLLERS, Thomas M. J.: «Creating Standards in a Global Financial Market – The Sarbanes-Oxley Act and other Activities: What Europeans and Americans could and should learn from each other –», *European Company and Financial Law Review*, 2/2007, págs. 173 y 194.
- OMAROVA, Saule T. y FEIBELMAN, Adam: «Risks, Rules, and Institutions: A Process for Reforming Financial Regulation», *U. Mem.* 2008-2009, núm. 39, págs. 881 y ss.
- RAMSES, A. Wessel y Jan WOUTERS: «The Phenomenon of Multilevel Regulation: Interactions between Global, EU and National Regulatory Spheres», *International Organizations Law Review*, 2007, págs. 259-291.
- SCHMITTHOFF, C.: *Commercial Law in a Changing Economic Climate*, 2.^a ed., Littleton, 1983.
- SCOTT, Hal S.: «An Overview of International Finance: Law and Regulation» in *Handbook of International Economic Law* (Andrew T. Guzman & Alan O. Sykes eds., Edward Elgar Publishing, 2007).

SESTER, Peter: «Acerca de la interpretación de la eficiencia del mercado de capitales en leyes, directivas y estándares que regulan tales mercados», *Revista de derecho del mercado de valores*, Nº. 4, 2009, págs. 337-364.

ZUNZUNEGUI, Fernando: *Derecho del mercado financiero*, 3.^a ed., Marcial Pons, Madrid, 2005.

– «Crisis subprime y prestamistas privados», *Revista APD*, núm. 225, noviembre 2007, pág. 35.