

La regulación jurídica internacional del mercado financiero

Dr. Fernando Zunzunegui
Profesor de Derecho Bancario y Bursátil
de la Universidad Carlos III de Madrid
Abogado

SUMARIO: Introducción.- I. El mercado financiero y su regulación.- II. Hacia una regulación internacional del mercado financiero.- III. Los pilares de la regulación.- IV. La protección de los ahorradores y usuarios.- V. Caracteres generales de la regulación.- VI. Organismos reguladores.- VII. Naturaleza de la regulación.- VIII. Alcance de la regulación.- IX. El papel de la autorregulación.- Reflexión final.

Introducción

La regulación de las actividades financieras se ha convertido en una materia internacional. 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 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 internacional del mercado financiero y a las perspectivas sobre su evolución. Comenzaremos por delimitar lo que entendemos por regulación financiera, para abordar su internacionalización. 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 financiero es el mecanismo de asignación del ahorro a las necesidades de financiación. Se confía en el mercado para cumplir esta función económica. 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 insti-

tuciones, 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 financialización 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 capitales.¹ 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 nacionales.²

Por financialización se entiende el cambio del centro de gravedad de la vida económica, desde la producción y los servicios comerciales a las finanzas.³ 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. 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 Unidos. 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.

II. Hacia una regulación internacional del mercado financiero

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 nacionales.

¹ 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* No. 397, diciembre 200, 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.

² 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, pp. 3 ss.

³ Véase John Bellamy Foster, "The financialization of capitalism", *Monthly Review*, abril 2007, pp. 1-12.

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 financialización 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 las empresas de rating y, en general, el modelo de negocio de los bancos de inversión.

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 asegurar 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.

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 la cuales se verifica el cumplimiento de la normativa secto-

rial, 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 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 sistema.

IV. 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 norma-

tiva 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 cliente.⁴ 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 Comisionados para la defensa del cliente de servicios 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 financieros.⁵ Las buenas prácticas constituyen una fuente de la regulación que debe ser tenida en cuenta a los efectos de emitir un informe por los Comisionados. 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”.⁶

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.

V. 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.

⁴ 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, pp. 72-100.

⁵ Véase el art. 24 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

⁶ Art. 29 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema 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.

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 competencia entre los profesionales.

VI. 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 internacionales.⁷ 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 la 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 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

⁷ 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, p. 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.

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 han creado dos tipos de comités: unos comités políticos, formados por representantes de alto nivel de los Estados miembros, que funcionan de forma coordinada con otros comités de naturaleza técnica, integrados, como su nombre indica, por representantes de las autoridades de supervisión de los mercados financieros.⁸

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 Europeo 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 financiero.⁹

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

VII. Naturaleza de la regulación

La labor de estos organismos reguladores se encamina, más que a crear un Derecho

⁸ 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.

⁹ 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, pp. 173 y ss.

uniforme, a establecer unos principios básicos, unos criterios profesionales, que impulsen la reforma de los distintos ordenamientos nacionales.¹⁰ Los acuerdos 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 tendentes 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 globales.¹¹ 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 internacionales.¹² Tal es su éxito que su aplicación resulta una condición necesaria 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

¹⁰ 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: Interactions between Global, EU and National Regulatory Spheres”, *International Organizations Law Review*, 2007, pp. 259–291.

¹¹ 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 quién 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. p. 15).

¹² 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, pp. 611–632; para quién “standards are defined as best-practice rules based on expertise” (ob. cit. p. 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 comparados*, T. I, Quintana Adriano, Elvia Arcelia (Coordinadora), México, 2006, pp. 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. p. 133).

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 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 global.¹³ 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-colonialismo.¹⁴

VIII. 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 Forum.¹⁵

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, regula-

13 Cfr. John Flood, "Lawyers As Sanctifiers: The Role Of Elite Law Firms In International Business Transactions", *Indiana Journal of Global Legal Studies*, vol. 10, p. 2 y ss; para esta 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. p. 4).

¹⁴ 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, pp. 17 y ss.

¹⁵ 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 también 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).

ción 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, complementados 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).

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 financiera.¹⁶ 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 debe cambiar las funciones y la forma de operar de las agencias de calificación.

IX. El papel de la autorregulación

Como estamos viendo, la complejidad de los nuevos productos y mercados financieros desborda la capacidad de los reguladores nacionales para ordenar la vida financiera y se hace necesario contar con la industria financiera y sus asociaciones en la ordenación finan-

¹⁶ Véase: Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, Basilea, 7 April 2008.

ciera. 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.

Veamos un ejemplo de autorregulación regulada en la Unión Europea, derivada del reconocimiento de prácticas de mercado que pueden ser excluidas de la aplicación de las normas de prevención del abuso de mercado.

En la Unión Europea son frecuentes las remisiones a las “prácticas de mercado aceptadas”, para delimitar la conducta que deben mantener en el mercado los intermediarios y operadores.¹⁷ Desde el punto de vista de la eficiencia de la regulación y de su adaptación a las cambiantes condiciones del mercado, resulta inadecuado fijar en la norma legal la conducta que los operadores deben mantener en el mercado. Se opta por reconocer las prácticas aceptadas en el mercado como criterio delimitador de la actuación que se debe mantener. Dichas prácticas deben ser aceptadas por el regulador atendiendo al mejor funcionamiento del mercado.¹⁸ Según CESR, esta remisión refleja el hecho de que las características de cada mercado pueden diferir, de tal modo que una práctica en concreto, puede ser apropiada para un mercado pero inapropiada para otro en el que las condiciones son diferentes.¹⁹ Para determinar las prácticas que van a resultar exceptuadas del abuso de mercado, hay que tener en cuenta el punto de vista de todos los participantes en el mercado, incluidos los consumidores.²⁰ No puede admitirse que la industria, una de las partes de la relación, imponga su conducta a la otra, es decir, a los consumidores, como parte más vulnerable. Por esta razón, para reconocer prácticas de mercado excluidas del régimen del abuso de mercado habrá de atenderse a intereses que trascienden los de la industria, como son los derivados de la protección de los inversores y del buen funcionamiento del mercado.

Mediante este sistema de autorregulación regulada se puede alcanzar una mejor regulación, adaptando la norma a las especificidades de cada uno de los mercados. Según

¹⁷ Véase la Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004, de prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas; de cuya aplicación en Derecho español resulta que: “En relación con los instrumentos financieros derivados sobre materias primas se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o a varios de esos instrumentos financieros derivados, que los usuarios de los mercados en que se negocien esos productos esperarían recibir con arreglo a las prácticas de mercado aceptadas en dichos mercados” (art. 81.1 final, LMV). Por otro lado, constituye una práctica que falsea la libre formación de los precios las operaciones que aseguren el precio de un instrumento financiero en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las operaciones demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate (art. 83 ter.1 LMV).

¹⁸ Así en España, la CNMV ha considerado que constituye una práctica aceptada de mercado las operaciones realizadas en virtud de un Contrato de Liquidez siempre que se cumplan los requisitos establecidos por la Circular 3/2007, de 19 de diciembre.

¹⁹ CESR publica en su página web las prácticas de mercado aceptadas, tras su reconocimiento por los supervisores nacionales. Así por ejemplo, se han recogido

²⁰ Véanse las alegaciones de ISDA, de 3 de marzo de 2003, a la segunda consulta de CESR sobre el mandato recibo de la Comisión Europea relativo al abuso de mercado.

estas previsiones del Derecho comunitario, la CNMV ha reconocido que los contratos de liquidez, destinados a comprar y vender acciones de un emisor con el objetivo de favorecer la liquidez y la regularidad de la cotización de sus acciones, cuando cumplen determinados requisitos establecidos por la propia CNMV, quedan excluidos de la prohibición legal de la manipulación de mercado.²¹ Esta medida se justifica en la exposición de motivos de la circular que aprueba la medida porque la falta de liquidez de las acciones constituye un inconveniente para el adecuado funcionamiento del mercado y puede perjudicar a inversores e intermediarios.

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. Han sido los técnicos y los profesionales quienes han reaccionado, creando comités y asociaciones para adoptar acuerdos tendentes a dar seguridad a las transacciones.

La reciente crisis subprime ha puesto de relieve las debilidades del sistema, como la falta de control de los productos financieros más complejos, los conflictos de interés que plantean algunos sistemas de remuneración de los intermediarios o la necesidad de regular a las agencias de rating y a otros guardianes del mercado. Las primeras respuestas vienen de nuevo de los comités profesionales. Optan por la prudencia, evitando una sobrerreacción ante los efectos de la crisis.

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, p. 2 y ss.

Foster, John Bellamy, “The financialization of capitalism”, *Monthly Review*, abril 2007.

²¹ Véase la Circular 3/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV, sobre Contratos de Liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado.

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, pp. 3 ss.

IOSCO, “Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings, Final Report”, noviembre 2007.

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, pp. 611–632

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, pp. 129-150

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, pp. 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, pp. 173 y 194.

Ramses A. Wessel y Jan Wouters, “The Phenomenon of Multilevel Regulation: Interactions between Global, EU and National Regulatory Spheres”, *International Organizations Law Review*, 2007, pp. 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).
