



Documento de trabajo

SEMINARIO PERMANENTE DE CIENCIAS SOCIALES

DIFERENTES MODELOS DE REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN DERECHO COMPARADO

María Lidón Lara Ortiz

SPCS Documento de trabajo 2015/5

<http://www.uclm.es/CU/csociales/DocumentosTrabajo>

© de los textos: sus autores.

© de la edición: Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca.

Autora:

María Lidón Lara Ortiz

mlara@uji.es

Edita:

Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca

Seminario Permanente de Ciencias Sociales

Codirectora: Pilar Domínguez Martínez

Codirectora: Silvia Valmaña Ochaita

Secretaria: María Cordente Rodríguez

Secretaria: Nuria Legazpe Moraleja

Avda. de los Alfares, 44

16.071–CUENCA

Teléfono (+34) 902 204 100

Fax (+34) 902 204 130

<http://www.uclm.es/cu/csociales/documentosTrabajo.asp>

I.S.S.N.: 1887-3464 (ed. CD-ROM) 1988-1118 (ed. en línea)

D.L.: CU-532-2005

Impreso en España – Printed in Spain.

DIFERENTES MODELOS DE REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN DERECHO COMPARADO

María Lidón Lara-Ortiz¹

Profesora Asociada de Derecho Administrativo, Universitat Jaume I

RESUMEN

La reforma de la regulación de los mercados financieros (incluyendo los tres sectores: bancario, de valores y seguros) llevada a cabo en los últimos años, ha puesto de manifiesto que la solución de algunos de los problemas actuales en esta materia, requiere la unificación de ciertos criterios de regulación a nivel internacional, ya que la actividad financiera se encuentra hoy globalizada.

Los problemas de coordinación de la regulación en el plano internacional parten del hecho de que, desde un punto de vista de Derecho comparado, cada Estado acoge un sistema de regulación propio, de modo que la variedad normativa y la heterogeneidad de sistemas existentes, dan lugar a distintos modelos de supervisión, tanto desde el punto de vista de la organización de los reguladores financieros, como desde el punto de vista de la naturaleza pública o privada de esos reguladores, que dificulta la solución de los defectos de regulación financiera en el plano internacional aplicando soluciones uniformes.

En este trabajo, se pretenden analizar los rasgos básicos de los distintos modelos de regulación que encontramos en Derecho comparado, con la finalidad de valorar la posible armonización de la regulación financiera internacional.

Palabras clave: Supervisión financiera, regulación bancaria, modelos, teorías económicas, Derecho comparado.

Indicadores JEL: K20 y K23.

¹ mlara@uji.es

ABSTRACT

Reform on financial markets regulation (including the three sectors: banking, investing, and insurance) has highlighted that the solutions of some current problems regarding this matter require a unification of the regulation criteria in the international level, since today the financial activity is globalized.

The discoordination matters of international regulations arises from the fact of the diverse selection of the regulation system chosen by each country, analyzing it from a point of view of Comparative law, so the variety of the contents in its laws and heterogeneity of the systems used, lead to a different types of organization of the regulators, and harden the financial regulations faults and weakness in the international scope by enforcing uniform solutions.

In this work, we aim to analyze the basic treats of the financial regulating models used in comparative law, with the purpose of rethinking the harmonization of the financial international regulation.

Keywords: Financial supervision, banking regulation, systems, economic theories, comparative law.

JEL codes: K20 y K23.

1. REGULACIÓN VERSUS DESREGULACIÓN DE LOS MERCADOS

1.1. Fundamentos jurídicos: Diferencias en la regulación de los mercados de crédito y de inversión

Como cuestión previa al análisis de las características de los diferentes modelos de regulación de los mercados en Derecho comparado, cuando se opta por seguir un sistema regulado, cabe hacer referencia a las razones por las que se opta, en algunos sistemas jurídicos, por escoger la solución de regular los mercados financieros, frente a la posibilidad de mantener su desregulación como manifestación máxima de las políticas de economía liberal.

La regulación de los mercados permite ejercer la función supervisora de la actividad financiera, entendiendo que la base objetiva del núcleo de la supervisión es el establecimiento de una normativa prudencial, cuyo cumplimiento será la pieza más importante de la materia de control por parte de las Administraciones Públicas competentes. La justificación para acoger un sistema más o menos regulado, radica en los mismos motivos o razones de ser de la actividad de supervisión. Lo más significativo de esa justificación reside en la idea de que estamos ante la regulación de una actividad privada de interés público, y este interés permite la intervención de los poderes públicos a pesar de no ser una actividad desarrollada como servicio público².

Partiendo de esta idea, y teniendo clara su justificación, debe de destacarse que, dada la amplitud y actual desarrollo de los mercados financieros y de sus productos, no ha existido, en etapas anteriores al desencadenamiento de la crisis de 2007, un criterio de regulación absolutamente unificado, y esto se ha evidenciado como un problema práctico que ha conllevado graves defectos de supervisión³.

² Ciertamente, se destaca la intervención pública en su regulación a lo largo de toda la actividad privada (más allá de la autorización inicial de la actividad), por diversos autores, vid. ARIÑO ORTIZ, G. (1993), *Economía y Estado*, Marcial Pons (Madrid).

³ Vid. el Informe de noviembre de 2010 del Consejo de Estabilidad Financiera “*Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision, Recommendations for enhanced supervision*”, disponible en http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101101.pdf?page_moved=1; el Informe de enero de 2010 del Foro Conjunto del Comité de Basilea “*Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation – Key Issues and Recommendations*” disponible en <http://www.bis.org/publ/joint24.pdf>; y el Informe de octubre de 2009 del Senior Supervisors Group “*Risk Management Lessons from the Global Banking Crisis of 2008*”, disponible en http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_0910a.pdf?page_moved=1

Para entender esta idea debemos tener en cuenta que, por un lado se puede diferenciar la actividad financiera para ahorrar y la actividad financiera para invertir, y ambos ámbitos se someten a controles diferentes. Tradicionalmente la actividad estrictamente bancaria o de crédito se ha sometido a mayores controles por ir destinada a un público no profesional⁴, mientras que la actividad de inversión de los operadores ha quedado según países menos regulada, o desregulada; y en algunos casos, dejando un amplio margen a la autorregulación, lo que determinaba que en este último sector pudieran efectuarse operaciones más arriesgadas en las que la actividad especulativa quedaba fuera de control. También hay que tener en cuenta que el ámbito profesionalizado de la actividad financiera, en el que los productos financieros son más complejos, y los operadores, e incluso los clientes, suelen ser profesionales, en algunos países, como en España, tiene diferente regulador, que no es el mismo órgano que supervisa la actividad de crédito para ahorro.

Esas diferencias de intervención pública en el ámbito de la regulación del mercado bancario y del mercado de inversión, pueden poner en peligro la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, por transmisión de las inestabilidades, si a los operadores del mercado bancario no se les limita la posibilidad de actuar en el mercado de inversión, o, en caso de no limitar esta actividad, no se regula la posibilidad de la inversión condicionada al mantenimiento de estrictos márgenes de solvencia en relación con la actividad de crédito. Es decir, o se separan totalmente ambas actividades, o para el caso de permitir las, las entidades que operen en ambos mercados deben de garantizar suficientemente su solvencia en la actividad de crédito, pudiendo invertir en aquellos sólo si garantizan los niveles de solvencia en relación con la actividad de crédito, para poder responder de los depósitos tomados de los ahorradores, no debiéndose admitir

⁴ De hecho, las obligaciones de información impuestas a las entidades son mayores cuando se trata de comercializar productos financieros complejos con no profesionales; En este sentido la STS (Sección Primera) nº 2659/2014 de 7 de julio, en sus Fundamentos Jurídicos nº 3º y 5º recogen esta idea haciendo referencia a la STS nº 840/2013, del Pleno (Sección Primera), de 20 de enero de 2014, dictada en un proceso sobre nulidad de un contrato de *swap* por error vicio en el consentimiento, en la que se examinó el contenido de los deberes de información de la entidad financiera cuando comercializa con clientes minoristas un producto complejo como es el *swap* y la incidencia del incumplimiento de esos deberes de información para la apreciación de error vicio del consentimiento determinante de la nulidad del contrato. También, se hace referencia a la STS nº 244/2013, del Pleno (Sección Primera), de 18 de abril de 2013, en la que, aunque dictada en un proceso sobre un contrato de gestión discrecional de cartera de inversión concertado antes de la trasposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva MiFID, se analizó el alcance de las obligaciones del profesional respecto del inversor y, en concreto, el elevado estándar de información exigible a la empresa que presta el servicio de inversión.

comunicación de los riesgos asumidos en el mercado de inversión a las operaciones realizadas en el área del crédito.

La diferencia en la regulación de ambos mercados y la tendencia a la innovación financiera⁵, referida a los productos de los mercados de inversión, con una cierta inclinación a la desregulación –por su componente de política económica-, ha potenciado los riesgos y, en consecuencia, desencadenada la crisis, también ha aumentado los efectos de la crisis económica iniciada en 2007, haciendo que los fallos regulatorios del sector, unidos a la internacionalización y globalización de los mercados creasen un ambiente adecuado para la concentración de riesgos excesivos que quedaban al margen de la supervisión. En cualquier caso, la raíz del problema no se considera sólo anclada en la innovación financiera –ya que esto, bien se puede considerar el resultado de la evolución y desarrollo de los mercados-, sino que los defectos regulatorios de esos nuevos productos o servicios de inversión son una de las causas de la magnitud de la crisis⁶.

A efectos de analizar desde la perspectiva de la función del Estado como garante de los valores públicos que se tratan de preservar con la actividad interventora del Estado, debemos valorar las ventajas y desventajas de acoger un sistema de regulación o de desregulación, y debemos determinar, en base a todo ello, hacia qué sistema debemos encaminarnos de modo que sean mayores las ventajas perseguidas que

⁵ ESTRADA D. y GUTIERREZ J. (2009), “Supervisión y regulación del sistema financiero: modelos, implicaciones y alcances”, pág. 58, en Perfil de Coyuntura Económica N°. 13, agosto 2009, Universidad de Antioquia. Los autores destacan que “Otro factor de riesgo que pone en juego la estabilidad del sistema financiero es la velocidad a la que los sistemas han venido innovando. Este proceso se ha caracterizado por la creación de una amplia variedad de instrumentos y productos financieros, la conformación de conglomerados y la globalización de los servicios financieros. Esto plantea una serie de nuevos retos a los sistemas de supervisión, dada la dificultad que implica el monitoreo y la correcta valoración de los nuevos productos”.

⁶ VIVES, X. (2010), “La crisis financiera y la regulación”, IESE Occasional Papers n° 179-2010, págs. 5 y 6, y 13, Ed. IESE Business School - Universidad de Navarra. Y, GONZÁLEZ MOTA E. y MARQUÉS SEVILLANO J.M., (2010), “Dodd-Frank Wall Street Reform: Un cambio profundo en el sistema financiero de Estados Unidos”, en Revista de Estabilidad Financiera, núm. 19, pág. 73, Ed. Banco de España; Los autores ponen de relieve, en relación con los fallos regulatorios en Estados Unidos que “Una de las principales causas de esta crisis —la mayor desde la Gran Depresión— han sido las numerosas deficiencias en la regulación financiera, que permitieron un comportamiento irresponsable por parte de instituciones clave en el sistema financiero, que frecuentemente actuaban fuera del perímetro de regulación. En este sentido, una vez que se pusieron en funcionamiento cuantiosas medidas de apoyo público para mitigar los efectos de la crisis, comenzó a reflexionarse sobre los cambios que era necesario abordar en la regulación del sector financiero para evitar que volvieran a repetirse algunos de los problemas que se habían observado”.

las desventajas asumidas, abordando la cuestión desde la perspectiva las teorías económicas.

1.2. Fundamentos de teoría económica para la regulación o desregulación de los mercados financieros

Como idea inicial, queremos destacar que no se pretende en este apartado hacer un estudio exhaustivo de las teorías económicas que durante siglos han orientado las políticas económicas de los Estados (por este motivo no haremos referencia a muchas de ellas). Simplemente se pretende tomar de las doctrinas surgidas de la evolución del pensamiento económico, algunas ideas que han servido para fundamentar la adopción de políticas más o menos liberalizadoras, o de mayor o menor intervención pública, en relación con los distintos acontecimientos históricos de incidencia económica que han determinado su aplicación. Esto tiene como única finalidad fundamentar las conclusiones a las que llegaremos en el siguiente epígrafe, e ilustrar los motivos que justifican la intervención pública en la regulación económica (no estrictamente financiera), desde un punto de vista que va más allá de lo jurídico, y en base a la idea de que, lo que el Derecho regula es la realidad, siendo necesario que nos fijemos, aunque sea a un nivel muy superficial, en esa realidad que se pretende regular, y que es la realidad económica de las naciones.

Dejando al margen etapas anteriores a la Ilustración⁷, es durante el siglo XVIII, cuando se sitúan los inicios de estudios económicos que terminan generando las ideas sobre economía política que influirán en los años siguientes. En el contexto internacional surgen los llamados “economistas clásicos”, término en el que algunos economistas como Keynes, consideran incluidos a Adam Smith, David Ricardo, Malthus, Mill (los dos, James y John Stuart), extendiendo el concepto también a Marshall y Pigou; Sin embargo, en sentido estricto se considera que los economistas clásicos sólo lo son los destacados economistas ingleses comprendidos en el periodo de tiempo que se inicia con “La riqueza de las naciones” de Adam Smith de 1776, y

⁷ Etapas anteriores que se han caracterizado por ser mercantilistas, y de las que se han destacado problemas de política económica que encerraban a la economía española en el “círculo vicioso del subdesarrollo”. Vid. FUENTES QUINTANA, E. (1999), “Ensayo introductorio”, en FUENTES QUINTANA (dir.) *Una introducción al pensamiento económico*, pág. 98, Ed. Galaxia Gutenberg – Círculo de lectores, Barcelona.

concluye con “Los principios de economía política” de John Stuart Mill de 1848, incluyendo las dos primeras generaciones del Political Economy Club, cuyo objetivo esencial es la búsqueda del crecimiento económico⁸.

En cualquier caso, un punto de coincidencia es considerar a Adam Smith como el inicio del pensamiento económico liberal, construido sobre la base de que, dado que todos los operadores y agentes del mercado actúan para satisfacer su propio interés, esas mismas fuerzas del mercado se equilibran de forma natural; Es lo que Smith llamó “la mano invisible”⁹, y desde este punto de vista, a efectos de su regulación, el mercado es su propio guardián, con capacidad para autorregularse por completo.

La importancia de las ideas de Adam Smith se recibió en España por los últimos ilustrados, queremos decir con esto que, llegó más tarde a España que a otros países, y sus ideas liberales, se difundieron limitadas por el temor a la Inquisición, aunque cabe destacarse que las ideas del liberalismo económico también entraron en España por otra vías, pero en el ámbito económico, no se fue consciente de la importancia de la obra de Smith, que sí impactó en las políticas económicas de numerosos países y fue acogida por otros autores (Child, Davennant, Mirabeau, Galiani, Herbert, entre otros). De hecho, por las condiciones de la España del momento, las tesis más radicales de defensa del libre comercio no se aceptaron por los economistas españoles, hasta el punto de introducirse ciertas variaciones en algunas de las versiones de la obra de Smith traducidas en nuestro país, y que resultan de cierto interés para el tema que aquí nos ocupa, es decir, en lo referente a la justificación de la intervención pública en la regulación de la actividad económica. Concretamente, se ha destacado que la versión ofrecida de la obra de Adam Smith, por Martínez de Irujo, enmarca el sistema de libertad natural de los mercados, “en un compendio de administración de la economía pública”, convirtiendo la mano invisible en la mano del Gobierno¹⁰.

⁸ FUENTES QUINTANA, E. (1999), “Ensayo introductorio”, en FUENTES QUINTANA (dir.) *Una introducción al pensamiento económico*, pág. 131, Ed. Galaxia Gutenberg – Círculo de lectores, Barcelona.

⁹ E. SCREPANTI y S. ZAMAGNI (2010, 2ª edición), *An outline of the history of economic thought*, pág. 73, Ed. Oxford University Press (New York).

¹⁰ FUENTES QUINTANA, E. (1999), “Ensayo introductorio”, en FUENTES QUINTANA (dir.) *Una introducción al pensamiento económico*, pág. 135, Ed. Galaxia Gutenberg – Círculo de lectores, Barcelona.

Posteriormente, las ideas de Smith, reciben dos interpretaciones o enfoques diferentes por David Ricardo y por Jean Baptiste Say, que en algunos puntos, suponían una ruptura con el pensamiento clásico. De hecho, de las variantes introducidas por continuadores del pensamiento de Smith, surgen otras corrientes de pensamiento económico que en algunos puntos son totalmente opuestas; Por ejemplo, el proteccionismo, que sigue las ideas de aquel, pero con el matiz de considerar esencial una regulación para el comercio internacional, muy especialmente cuando el comercio se daba entre operadores de dos países con diferente desarrollo técnico –tesis principal del que se considera padre del proteccionismo Friedrich List-¹¹. Posteriormente, y simplificando mucho la evolución de las teorías del pensamiento económico, surgieron otras muchas corrientes como el historicismo, el socialismo, el marginalismo, colectivismo, etc.

Tampoco se debe olvidar que anteriormente a Adam Smith ya existía una corriente de pensamiento contraria a la que hoy consideramos liberalismo clásico. Nos referimos a las ideas de ilustrados como Descartes y Rousseau, que propugnaban la dirección de la vida económica y social por las autoridades políticas¹², y que en algunas de las corrientes posteriores se van recuperando. De hecho, la intervención pública se activa a nivel mundial para superar las consecuencias adversas de la Gran Depresión de 1929 (que fue la crisis económica más larga hasta entonces conocida, y para cuya superación las teorías anteriores muy vinculadas al liberalismo inicial y a sus evoluciones posteriores, no estaban sirviendo de ayuda); La intervención pública en la economía con la finalidad de dirigirla es el eje del pensamiento keynesiano, siendo la obra de J.M. Keynes, *La Teoría General del empleo, el interés y el dinero* (de 1936), la que influye, en este sentido, en las políticas económicas de casi todos los países del mundo occidental durante el siglo XX. En el ámbito del mercado financiero, Keynes

¹¹ BELTRÁN FLORES, L. (1999), “La ciencia económica y su introducción en España”, en FUENTES QUINTANA (dir.) *Una introducción al pensamiento económico*, pág. 413, Ed. Galaxia Gutenberg – Círculo de lectores, Barcelona.

¹² Vid. BELTRÁN FLORES, L. (1999), “La ciencia económica y su introducción en España”, en FUENTES QUINTANA (dir.) *Una introducción al pensamiento económico*, pág. 412, Ed. Galaxia Gutenberg – Círculo de lectores, Barcelona. El autor recoge un fragmento de la obra de ADAM SMITH, *Teoría de los sentimientos morales*, en la que SMITH denomina a los pensadores como DESCARTES y ROUSSEAU “hombres del sistema” -*men of system*-, y recogen la idea de que la legislación no puede imponer con armonía un orden diferente al natural, de modo que, sólo cuando las normas van en la misma dirección que la mano invisible que dirige el orden económico y social los resultados serán buenos, y en caso de que la legislación regule en un sentido contradictorio con las tendencias de esa mano invisible, los resultados conllevarán el desorden.

mantenía la necesidad de una intensa intervención pública que, en el ámbito del mercado de crédito (banca) consideraba que se basaba en la duplicación del riesgo de tales operaciones (por depender la recuperación de los préstamos concedidos del éxito del resultado de la inversión y del impago por parte del deudor), y en el ámbito de la bolsa de valores, justificaba equiparando la bolsa a un casino, por su volatilidad, lo que requería un importante control público para restringir su acceso mediante elevados impuestos y comisiones¹³.

Anteriormente, ya se habían apreciado algunos atisbos en este sentido, siendo a partir de 1870, cuando las políticas económicas nacionales del mundo occidental, introducen ciertos elementos de intervencionismo económico. En España, esa tendencia se inicia en 1891 con el Arancel de Cánovas del Castillo, y continuaría con las Reformas Sociales (intervención pública en la regulación del mercado de trabajo y de política de seguridad social), que se realizaron entre los últimos años del siglo XIX y principios del XX¹⁴. La aplicación del pensamiento keynesiano supuso para un buen número de países un crecimiento económico sostenido hasta los años 70, cuando por un incremento excesivo de la inflación, se inicia una nueva crisis económica que vuelve a hacer un replanteamiento de las políticas de intervención económica¹⁵. De hecho, no faltan tesis que sostienen que la estabilización de los mercados e incluso su declive durante los años 70 fue consecuencia de las intensas medidas de regulación de los mercados adoptadas en los treinta años anteriores, tales como, en el marco de la actividad de crédito, la regulación de las autorizaciones para acceder a la actividad bancaria, los límites a la competencia de la actividad, la regulación de las tasas de interés de los depósitos de los clientes, y altos requerimientos de capital, entre otras medidas¹⁶.

¹³ RALLO, J.R. (2011), *Los errores de la vieja economía. Una refutación de la Teoría General del empleo, el interés y el dinero de John Maynard Keynes*, págs. 108-109, Ed. Unión Editorial (Madrid).

¹⁴ FUENTES QUINTANA, E. (1999), “Ensayo introductorio”, en FUENTES QUINTANA (dir.) *Una introducción al pensamiento económico*, pág. 354, Ed. Galaxia Gutenberg – Círculo de lectores, Barcelona.

¹⁵ BELTRÁN FLORES, L. (1999), “La ciencia económica y su introducción en España”, en FUENTES QUINTANA (dir.) *Una introducción al pensamiento económico*, pág. 427-429, Ed. Galaxia Gutenberg – Círculo de lectores, Barcelona.

¹⁶ MASERA, R. (2008), “Core, mantle, industry: banks’ capital standards”, en SCAZZIERI, SEN, y ZAMANGI (eds.) *Markets, Money and Capital*, pág. 245, Ed. Cambridge University Press (New York).

En este contexto surge la Escuela de Chicago, para muchos, como reacción a las políticas keynesianas del *New Deal*. La Escuela de Chicago iniciada por Friedman, supuso la evolución del liberalismo inicial hacia lo que se ha denominado neoliberalismo y que inspiró las políticas de las primeras potencias del mundo occidental durante los años 80 y siguientes, y posteriormente a un importante número de países¹⁷. Más que eso, introdujo el neoliberalismo incluso en organismos internacionales como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional que originariamente se crearon en 1944, en Bretton Woods, como respuesta a los efectos económicos de la Segunda Guerra Mundial, y que surgieron bajo el imperio del pensamiento keynesiano¹⁸, el primero de ellos con la finalidad de invertir en desarrollo para sacar a países pobres de esa situación, y el segundo para actuar como mecanismo de absorción de pérdidas sistémicas (mediante la concesión de préstamos de emergencia), evitando así futuras crisis.

A pesar de las ideas de Keynes, paralelamente, no faltan tendencias contrarias que tienen tintes más liberales. Entre ellas, las de Pigou, que en sus trabajos compara los resultados del absoluto *laissez faire*, donde las externalidades del sistema no están internalizadas, con un estado ideal, donde las externalidades están corregidas por la regulación de los gobiernos; Para este autor, el *laissez faire* se desarrolla en un marco en el que se han creado ya anteriormente las condiciones por la intervención pública reguladora, es decir, la economía de mercado se desarrolla en un sistema organizado por normas emitidas por los gobiernos civilizados. Posteriormente Pigou fue rebatido, en algunos puntos por Coase, especialmente, en lo referente a la intervención reguladora de los Estados, considerando que no siempre la acción reguladora pública puede corregir los defectos del sistema y que la internalización de las externalidades por la regulación, puede en ocasiones conllevar mayores costes que repercutan negativamente en el funcionamiento de los mercados, basándose en la idea de que las regulaciones (el proceso de emisión de las mismas) son costosas, los gobiernos regulan sometidos a

¹⁷ La influencia de la Escuela de Chicago se extendió a los gobiernos de numerosos países y organismos internacionales introduciendo el pensamiento neoliberal en las políticas económicas de los mismos. Este fenómeno se explica, porque de hecho, en 1999, los alumnos de la Escuela de Chicago ocupaban puestos relevantes de incidencia en las economías mundiales: había más de 25 ministros de gobiernos y más de 12 presidentes de Bancos Centrales formados en las teorías de la Escuela iniciada por Friedman, en la Universidad de Chicago. Vid. KLEIN, N. (2007), *The Shock Doctrine: The rise of disaster capitalism*, págs. 166, Ed. Metropolitan Books (New York).

¹⁸ KLEIN, N. (2007), *The Shock Doctrine: The rise of disaster capitalism*, págs. 162-163, Ed. Metropolitan Books (New York).

presiones políticas, y puede que además, las normas emitidas no sean cumplidas. En ambos casos, estas valoraciones sobre la intervención pública, se hacen en relación con la consecución del estado del bienestar¹⁹.

En España, las ideas de Keynes no se introducen hasta 1943, pero además, la situación de hecho en nuestro país tiene ciertas peculiaridades, puesto que en los años posteriores a la Guerra Civil, se determina el cierre de los mercados internos y una política intervencionista, que con el Plan de Estabilización de 1959, pretendió superarse, al abrir los mercados internos a los internacionales y acoger su planteamiento de economía de mercado, dando lugar en los años siguientes a un crecimiento económico que llevó a España a que en los primeros años 70 se conociera una situación económica que se iba pareciendo a la de otros países europeos. Es en esos años 70 cuando la tendencia de los mercados en España, que hasta el momento había seguido una evolución separada de la internacional, comienza a seguir las tendencias internacionales, viéndose, en consecuencia, afectada por la crisis económica mundial iniciada en 1973, que en España se recibe en 1975. Se podría decir que España abrió sus mercados en un mal momento, justo a tiempo de contagiarse de la crisis mundial de los años 70. Aquí vemos, los primeros indicios de contagio internacional de las debilidades de los sistemas económicos como consecuencia de la tendencia expansiva de los mercados, y que posteriormente irá en ascenso, hasta alcanzar el carácter de mercados globalizados en diferentes sectores de la economía. En aquel momento, a pesar de advertirse que la apertura de los mercados, suponía la exposición a las tendencias generales de auge y crisis, se mantuvo una política aperturista con la finalidad de obtener la incorporación de España a las entonces Comunidades Europeas, que finalmente se consiguió el 12 de junio de 1985. Con la integración progresiva de España en las Comunidades Europeas, ahora, Unión Europea, las tendencias económicas y la regulación de los mercados debían cumplir los compromisos asumidos con Europa, de modo que, la regulación de los mercados viene determinada, en gran medida por las normas Europeas en lo referente a las materias en las que se habían cedido competencias. En este punto destacar que la evolución de la integración europea siempre ha tendido hacia una mayor integración de los Estados miembros, pero que inicialmente la regulación europea en el aspecto financiero (no en otros aspectos) se contemplaba desde un punto de vista más

¹⁹ ASLANBEIGUI, N. "Transaction introduction" (2009), en PIGOU, A.C., *The economics of welfare*, págs. liv-lvii, Ed. Transaction Publishers Rutgers – The State University of New Jersey (New Jersey).

bien armonizador, de modo que sólo incidía como criterio tendente a la unificación normativa de voluntario acogimiento por las legislaciones de los Estados miembros, teniendo cada uno de ellos, plenas competencias para decidir de modo individual el grado de intervención pública.

Las corrientes de pensamiento económico más recientes toman en consideración otros fenómenos como la globalización.

1.3. Algunas ideas a tener en cuenta como consecuencia de la confrontación de los fundamentos jurídicos y de teoría económica

Como hemos visto, no faltan opiniones para las cuales el mejor sistema es el de desregulación por considerar que la regulación de los mercados en los casos en que no existe una crisis, no hacen falta y frenan la economía, que se desarrolla por sí misma, mientras que en el momento en que son necesarios esos controles, fallan siempre. Generalmente esta idea se sustenta sobre la base de que la actividad del regulador o supervisor de los mercados tiene tintes políticos y que no se basa en criterios técnicos, en base a esta idea, se propugna un sistema liberalizado, pero no exento de garantías para los ahorradores o consumidores, puesto que se es consciente de los riesgos que siempre acompañan a esta actividad. Lo que ocurre es que, en estos casos se defiende la privatización de la actividad financiera, y también la privatización de los riesgos y de su cobertura, por ejemplo a través de sistemas en los que se garantiza el capital depositado mediante contratos privados de seguro²⁰. Con esto se trata de evitar el riesgo moral de asunción de las pérdidas del sistema bancario por el Estado garante que aplica a toda costa el “*too big to fail*”.

Las tesis que defienden los sistemas de desregulación suelen fundamentar sus argumentos, sobre todo, en base a la defensa de la libertad de empresa. Las posturas más radicales de desregulación se han desarrollado en Estados Unidos en la “escuela de banca libre” –*free banking*-²¹, que defienden la ausencia de intervención pública, por

²⁰ ALLISON, J. A. (2014), “Market discipline beats regulatory discipline”, *Cato Journal*, Vol. 34, Nº2 (Spring/Summer2014), págs. 345-352, recuperado el 30 de mayo de 2014 en: <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2014/5/cato-journal-v34n2-9.pdf>

²¹ VEGA SERRANO, J.M. (2011), *La regulación bancaria*, pág. 20-21, Ed. La Ley (Madrid).

entender que esta no garantiza la mayor solvencia de las entidades, y que sin embargo, suponen una asignación ineficiente de recursos; Una de las mayores virtudes de este sistema es la privatización de los riesgos, de modo que se elimina el riesgo moral.

En general las tesis de desregulación absoluta son minoritarias, e incluso manteniéndose posturas liberales no radicales, se destaca el papel del Estado como garante de la estabilidad de los mercados en relación con el hecho de que su intervención insufla confianza en los actores del sistema. Según se adopten posturas más o menos liberales se determina el ámbito de control del Estado en la actividad.

Es cierto que, en España, la libertad de empresa es un valor reconocido constitucionalmente (en nuestro ordenamiento jurídico, artículo 38 CE), pero que debe entenderse limitado por las exigencias del mantenimiento de la estabilidad del sistema financiero, por ser este un bien jurídico cuya protección debe ser cualificado -como manifestación de los intereses generales-. Esta preferencia es el fundamento de la regulación del sistema y de las características inherentes al mismo como actividad especializada o profesionalizada²².

Las tendencias de los países anglosajones a mantener los mercados financieros desregulados o, en su caso, autorregulados (lo que, desde el punto de vista de la intervención estatal, viene a ser casi lo mismo, pues la autorregulación supone que los mismos operadores establecen códigos de conducta de cumplimiento voluntario, y es el funcionamiento del mercado y la libre competencia la que rige la actuación de aquellos, pero en ambos casos no existe ausencia absoluta de control de la actividad), no ha resultado del todo adecuado para controlar los riesgos de un mercado financiero en desarrollo, cuyo crecimiento se ve alentado por las innovaciones tecnológicas²³.

²² ZUNZUNEGUI, F. (2005), *Derecho de los Mercados Financieros*, pág. 43, Ed. Marcial Pons (Barcelona).

²³ En relación con esta idea, Vid. NOURIEL ROUBINI, "Laissez-Faire Capitalism Has Failed" (Forbes, 19 de febrero de 2009): *"It is clear that the Anglo-Saxon model of supervision and regulation of the financial system has failed. It relied on several factors: self-regulation that, in effect, meant no regulation; market discipline that does not exist when there is euphoria and irrational exuberance; and internal risk-management models that fail because, as a former chief executive of Citigroup put it, when the music is playing, you've got to stand up and dance. Furthermore, the self-regulation approach created rating agencies that had massive conflicts of interest and a supervisory system dependent on principles rather than rules. In effect, this light-touch regulation became regulation of the softest touch. Thus, all the pillars of the 2004 Basel II banking accord have already failed even before being implemented. Since the pendulum had swung too much in the direction of self-regulation and the principles-based approach, we now need more binding rules on liquidity, capital, leverage, transparency,*

Las tesis que defienden la desregulación, se basan incluso, en que el riesgo moral se entiende implícito en los sistemas de regulación financiera, pues las entidades se arriesgan en sus operaciones de inversión, sabiendo que el Estado responderá de los riesgos sistémicos derivados de su actuación. Particularmente, esta afirmación puede contradecirse valorando que esa misma regulación puede imponer limitaciones al riesgo moral, de hecho, actualmente existe un boom regulatorio, en el que uno de los objetivos es controlar ese riesgo moral mediante la regulación de limitaciones y prohibiciones de ayudas públicas a la banca, e implementando mecanismos que impidan la contaminación de las economías nacionales por las aflicciones de los mercados financieros. En realidad lo que ocurre es que aunque un liberalismo económico tiene sus ventajas, y casi siempre conlleva un desarrollo económico sostenido, existen fallos del mercado que se manifiestan de forma cíclica, y en consecuencia, un liberalismo mal entendido es el que mayor riesgo moral entraña, puesto que un criterio en el que el *laissez faire* permite al sector bancario actuar sin ninguna regulación (o muy poca, insuficiente para controlar los efectos perversos del sistema), pero que acepta de buen grado la intervención pública para evitar quiebras de entidades sistémicas, no elimina, ni limita el riesgo moral de acumulación de riesgos. Si una vez se encuentre una entidad en problemas vamos a admitir la intervención pública para rescatarla, del mismo modo es obligatorio admitir que debe haber una actividad supervisora preventiva, que en cierto modo debe tender a controlar la natural tendencia a maximizar beneficios, para que estos no se traten de obtener a cualquier costa, ya que en definitiva, el coste de la especulación va a repercutir en el interés común, por destinarse grandes cantidades de dinero a sostener al sector financiero, en lugar de destinarse a garantizar la cobertura de servicios públicos que son inherentes al estado del bienestar; De los efectos perversos de un liberalismo (más bien neoliberalismo) excesivo, podemos ser conscientes observando el desarrollo económico de los años 80 y las crisis siguientes, que reflejan para algunos, la tendencia autodestructiva del capitalismo moderno²⁴.

compensation and so on". Recuperado el 10 de noviembre de 2014 en: http://www.forbes.com/2009/02/18/depression-financial-crisis-capitalism-opinions-columnists_recession_stimulus.html

²⁴ GALBRAITH, J. K. (traducción de 1992, de ÁLVAREZ FLOREZ J.M.), *La cultura de la satisfacción*, pág. 71-78, Ed. Ariel (Barcelona).

Se ha señalado²⁵, y no podemos más que estar de acuerdo con esta idea, que hoy en día, ya no cabe la menor duda de que la actividad financiera debe ser una actividad regulada. La importancia de la supervisión bancaria en relación con la aplicación de herramientas macroprudenciales es recomendación constante del FMI en sus informes²⁶.

Una vez desechado un sistema de total desregulación y autorregulación, la cuestión debe centrarse en cuales son los puntos de la regulación financiera que ofrecen mayor estabilidad al sistema y, por tanto, qué debe ser contenido de regulación firme y de supervisión intensa.

En realidad, la necesidad de regulación económica, especialmente financiera, va más allá de la función del Estado como garante de la estabilidad del sistema desde el punto de vista exclusivamente de la defensa de un interés general, puesto que, en gran medida, también esa necesidad está vinculada a su otra función como defensor de los intereses de los consumidores. En este último sentido, la intervención estatal en la regulación debe tender a obtener una mayor transparencia de los mercados que es el único mecanismo que permite a los consumidores-depositantes-inversores, ver equilibrada su fuerza con la de la contraparte (operadores financieros); El equilibrio de los mercados se obtiene con mayor transparencia en su funcionamiento, debido al comportamiento racional de los consumidores-depositantes-inversores, que tomarán decisiones inteligentes si cuentan con la información necesaria, fracasando, en caso

²⁵ RECALDE CASTELLS, A. (2009), “El papel del “Derecho” en la crisis. Algunos aspectos de la regulación financiera y de las grandes empresas en su relación con la Economía”, Documento de trabajo 150 /2009, pág. 52, Ed. Fundación Alternativas. Recuperado el 6 de enero de 2014 en file:///C:/Users/Usuario/Downloads/doc150%20(2).pdf. El autor hace referencia a la necesidad de regulación financiera, al indicar que “*La experiencia de la crisis en la que estamos inmersos permite concluir con seguridad que la regulación y el control son indispensables, sobre todo en los mercados más complejos y cuyo correcto desenvolvimiento es presupuesto para el funcionamiento del conjunto de la economía, como es el caso de los mercados financieros*”. También JIMENEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A. (2013), *Regulación bancaria y crisis financiera*, pág. 98 y ss., Ed. Atelier (Barcelona); Este último autor comenta al hacer referencia al carácter inherente de las crisis en el capitalismo que con ello no quiere decir que “*en esa materia no haga falta una regulación exigente, y una supervisión aún más puntillosa*”.

²⁶ En este sentido, recientemente, el informe del FMI sobre *Perspectivas de la Economía Mundial - Octubre de 2014, Capítulo primero: Evolución reciente, perspectivas y prioridades para las políticas*. Donde destaca: “...unas cuantas economías avanzadas más pequeñas están experimentando auges crediticios, y en ciertos segmentos de los mercados financieros de Estados Unidos los riesgos parecen estar subvalorados. Las autoridades deben permanecer atentas, reforzar la regulación y supervisión del sistema bancario paralelo y estar preparadas para desplegar las herramientas macroprudenciales como primera línea de defensa si es que esta amenaza se tornara más visible”.

contrario, el buen funcionamiento del mercado como consecuencia del desequilibrio producido por la desinformación²⁷.

Por otro lado, no se puede dejar al margen la idea de que estamos ante un problema global o que ha alcanzado relevancia internacional, puesto que la canalización del ahorro a la inversión desborda las fronteras nacionales y las crisis financieras se han globalizado –como se ha evidenciado con la crisis iniciada en 2007, cuyo origen se manifestó en relación con un tipo de productos derivados determinados (*subprime*)-²⁸. Por esto, con independencia de las razones que apoyen la tesis de que la regulación o la desregulación es el mejor sistema desde un punto de vista económico, sí que debe acogerse, desde el punto de vista jurídico, un sistema de regulación mínima o estratégica, debiendo además tenerse en cuenta que la solución debe ser global, ya que, de nada sirven limitaciones muy severas en un país si este puede invertir en activos de operadores que siendo nacionales de otros Estados, estén desregulados, en todo o en parte (es decir, en un tipo muy concreto de productos). En relación con este problema, en la actualidad, entendemos que tiene especial relevancia el tratamiento que se le dé, a nivel internacional, a la regulación de la actividad financiera efectuada por operadores extranjeros en un país diferente a aquel del que son nacionales (es decir, la supervisión de las operaciones transfronterizas).

En este sentido, la última crisis económica ha generado la necesidad de una regulación internacional del mercado financiero, cuyo objetivo es la estabilidad económica internacional, y una seguridad básica para los inversores, persiguiendo el fin de asegurar un funcionamiento eficiente del mercado, lo que nos hace retomar la idea de que realmente, todas las reformas realizadas hasta ahora, y las actualmente en curso, en este ámbito, vienen a perseguir el control de los riesgos que siempre ha sido el eje de la actividad pública de supervisión; Pero teniendo en cuenta que las condiciones actuales de los mercados financieros hacen que este concepto se encuentre en expansión, los

²⁷ Para analizar el comportamiento de los mercados, desde el punto de vista de la naturaleza humana, en relación con los defectos del absoluto libre comercio, vid. UBEL, P.A. (2009) *Free Market Madness*, Ed. Harvard Business Press (Boston), traducción de MURILLO FORT, I., (2009) como *La locura del libre mercado: Por qué la naturaleza humana se contrapone a la economía y por qué es importante tenerlo en cuenta*, Ed. Urano (Barcelona).

²⁸ ZUNZUNEGUI F. (2008), “La regulación jurídica internacional del mercado financiero”, Revista de Derecho del Mercado Financiero, pág. 1, Working Paper 1/2008 (Mayo), recuperado el 30 de mayo de 2014 en: <http://rdmf.files.wordpress.com/2008/05/zunzunegui-regulacion-juridica-internacional-mercado-financiero.pdf>

riesgos a controlar no se centran solamente en el control de la solvencia de los operadores. Con todo esto se trata de dotar a las actividades financieras de una “red de seguridad” con tres pilares: la regulación, la supervisión (en sentido estricto) y el tratamiento de las situaciones de crisis²⁹.

Finalmente, también se debe tener en cuenta, como se aprecia al analizar las respuestas jurídicas a las situaciones de la realidad económica que se han pretendido regular a lo largo de los años, que la mayor o menor intervención reguladora del Estado en la economía y dentro de ella, en la actividad financiera, es pendular, queremos decir que va de un extremo al otro de la mayor o menor libertad o intervención pública, según las circunstancias. Al respecto se ha llegado incluso a afirmar que, mientras son de aplicación práctica políticas económicas más o menos liberales o intervencionistas, los pensadores de las corrientes contrarias a las que se están aplicando, siguen entre bastidores, esperando el momento en que sobrevenga una nueva crisis económica que haga aconsejable cambiar de política, y permita la implantación práctica de sus ideas: su aplicación resulta, entonces, como una especie de terapia de choque³⁰. Este hecho debe tenerse en cuenta a los efectos de establecer una regulación esencial de la actividad que tenga carácter permanente, de modo que se evite su posible eliminación futura como consecuencia de las respuestas pendulares de política económica adoptadas según las circunstancias.

2. DIFERENTES MODELOS DE REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Centrándonos, ahora, en aquellos sistemas que recogen un sistema de regulación, desde el punto de vista organizativo, existen tres modelos nacionales de regulación y supervisión de los mercados financieros: El del supervisor único, el modelo sectorial, y el modelo denominado *twin peaks*.

²⁹ ZUNZUNEGUI F. (2008), ob cit., “La regulación jurídica internacional...”, pág. 3.

³⁰ Vid. KLEIN, N. (2007), *The Shock Doctrine: The rise of disaster capitalism*, Ed. Metropolitan Books (New York).

El modelo de supervisor único o modelo integrado de supervisión, concentra en un único órgano las funciones de regulación, y en general de supervisión, de toda la actividad financiera³¹. Este modelo, al concentrar las funciones, se considera más seguro competencialmente, porque no existe distribución entre varios órganos, pero puede plantear problemas de transparencia. Además, se consideran desventajas de este sistema, la posibilidad de que existan fallos en la definición del objeto de supervisión, de modo que la actividad de supervisión pierde eficiencia.

El modelo sectorial o de supervisores especializados, es aquel que diferencia supervisores especializados según el tipo de mercado, siendo usual que se establezcan supervisores para la actividad de banca, valores y seguros, que actúen de forma independiente en el marco de sus competencias, aunque con cierta coordinación³². El mayor inconveniente que presenta este sistema radica en los casos de comunicación entre sectores de actividad, es decir, cuando se desarrollan por los operadores del mercado varias actividades financieras, como la de crédito y la de valores, o en los casos en que los productos se pueden considerar mixtos, porque en esos casos pueden existir defectos de supervisión de tales productos, o dudas en cuanto a la competencia. Sin embargo, la ventaja de este sistema es la mayor especialización de cada supervisor dentro de su ámbito.

El tercer modelo, denominado modelo *twin peaks*, distribuye las funciones supervisoras según los objetivos perseguidos con la actividad de control³³. Es decir, se

³¹ Este modelo lo tienen adoptado un gran número de países entre los que se encuentran, Reino Unido, Suecia, Austria, Dinamarca, Alemania, Suiza, Polonia, Japón, Malasia, Nueva Zelanda, Singapur, entre otros. Barth, Caprio y Levine realizaron en 2006 un estudio entre 143 países y el 45% de ellos tenía un único órgano Supervisor del sistema financiero. La base de datos de las encuestas realizadas que sirvieron para este estudio están publicadas en el apartado “2007 Database” en <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20345037~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html>

Vid. también ARRANZ PUMAR, G. (2008), “Modelos de regulación financiera. Visión general y algunas conclusiones para España”, en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos -2008. Págs. 156-158 y 162.

³² Este modelo lo utilizan España, Grecia, Italia, Portugal, Luxemburgo. El modelo estadounidense se identifica con los modelos sectoriales, pero con una organización más compleja, consecuencia de motivos históricos, de su estructura federal y, de las características de su propio sistema financiero, más complejo y sofisticado. Vid. ARRANZ PUMAR, G. (2008), “Modelos de regulación financiera. Visión general y algunas conclusiones para España”, en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos -2008. Págs. 162-163.

³³ Este modelo fue adoptado por Australia y Holanda. Vid. ARRANZ PUMAR, G. (2008), “Modelos de regulación financiera. Visión general y algunas conclusiones para España”, en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos -2008. Págs. 163.

diferencian supervisores de la estabilidad macro-prudencial (control de riesgos sistémicos), y micro-prudencial y de protección de consumidores-inversores (control de la solvencia y honorabilidad profesional de los operadores). Este modelo, si bien supone en la práctica, la imposición de varios controles sobre el mismo operador (según la perspectiva del supervisor), puede generar defectos de supervisión ya que se requiere una previa delimitación de competencias entre los supervisores de modo que no lleguen a crearse lagunas de control de la actividad. De todos modos, se destacan³⁴ algunas ventajas en este modelo como la existencia para el supervisor de objetivos claros e independientes, no concentración en un solo supervisor de la función de control, reducción de conflictos de intereses, y áreas de supervisión de cada uno de los supervisores bien definidas.

Actualmente, este último modelo se considera el mejor de los tres, el más seguro³⁵, siempre contando con una adecuada delimitación de competencias previas de los supervisores. Por este motivo se ha argumentado a favor de un modelo de supervisores gemelos (*twin peaks*), que en esencia requiere de un supervisor de la solvencia de las entidades (denominado supervisor prudencial) y de otro supervisor que vigile su conducta en los mercados y la relación con sus clientes³⁶.

En términos generales, los países que han adoptado durante los últimos años modelos de supervisión integrados tienen como meta la implementación del modelo *twin peaks*. En particular, buscan que la supervisión del sistema financiero en su totalidad sea encargada a una Agencia o Banco Central, (sin distinción objetiva según el tipo de productos, ni subjetiva según el tipo de operadores), mientras que la supervisión de la protección al consumidor se encomiende a otra Agencia.

También ha quedado patente que los modelos en los que existe una distribución sectorial de las funciones, en caso de no adaptarse al modelo *twin peaks*, requieren de la implementación de mecanismos de mayor coordinación, por lo que en las últimas reformas, se están reforzando estos mecanismos e introduciéndose supervisores únicos

³⁴ ESTRADA D. y GUTIERREZ J. (2009), “Supervisión y regulación del sistema financiero: modelos, implicaciones y alcances”, pág. 64 y 65, en Perfil de Coyuntura Económica N°. 13, agosto 2009, Universidad de Antioquia.

³⁵ MARTÍNEZ PARERA, M. (2009), “Organización de la supervisión financiera: ¿hacia un modelo "twin peaks"?", en Economistas, Año N° 27, N° 120, 2009, págs. 20-27.

³⁶ ARENILLAS LORENTE, C. (2008), ob. cit. “Preservar la estabilidad financiera...”, pág. 1.

de carácter general, que son el eje del sistema sobre el que coexisten otros supervisores bien sectoriales, o bien en el caso de la Unión Europea, supervisores nacionales, o en el caso de Estados Unidos, delimitando mejor las funciones de los supervisores estatales y federal³⁷.

En España, además de la existencia de algunas autoridades vinculadas al Gobierno –central o autonómico-³⁸, la ordenación, supervisión, sanción e intervención de las entidades de crédito se atribuye a autoridades administrativas especializadas, pues el alto grado técnico de la materia requiere que las autoridades a quienes se encomiende la actividad tengan un correlativo nivel de especialización financiera³⁹. En nuestro país, el modelo seguido es el sectorial, diferenciándose supervisores diferentes para los sectores de la banca, valores y seguros. Respecto al mismo ha sido muy criticado el hecho de que la supervisión de los seguros no corresponda a una agencia independiente especializada, como ocurre con los otros dos sectores, circunstancia que lo aleja de los estándares internacionales⁴⁰. Dejando al margen la materia de supervisión de seguros, que incumbe a la Dirección General de Seguros y de Fondos de Pensión, se atribuye al Banco de España la supervisión del sector bancario –ex art. 43 LDIEC, ahora artículos 50 y ss. de la LOSSEC, y 46 de la Ley de Cajas de Ahorros y Fundaciones Bancarias (en adelante LCAFB)-, y por otro lado, corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) la supervisión de los operadores del mercado de valores y de los demás agentes que presten servicios de inversión –ex art. 84 y ss. de la Ley Mercado de Valores, en adelante LMV-, teniendo también algunas competencias el Ministro de Economía (por ejemplo, ex artículo 87). En ambos casos

³⁷ En Estados Unidos, la autorización para el ejercicio de la actividad de crédito se encomienda a órganos diferentes según se trate de bancos nacionales o estatales, pero con esta denominación no se hace referencia al ámbito territorial de la entidad de crédito, sino a la agencia a la que se encomienda su supervisión. Los bancos nacionales se autorizan por la *Office of the controller of the currency* (que depende del Departamento del Tesoro), mientras que los bancos estatales, se autorizan por una agencia estatal, pero dado que se pueden adherir de forma voluntaria, con carácter previo a su autorización inicial, al fondo de garantía de depósitos federal (*Federal Deposit Insurance Corporation*), al utilizar este órgano, los mismos criterios de admisión que el *Office of the controller of the currency* utiliza para su autorización, quedan doblemente supervisadas.

³⁸ Se atribuyen ciertas funciones de supervisión e intervención a órganos del Gobierno a través del Ministerio de Economía y Hacienda –ex artículo 5, 67, 71, 78, 90, 113, DA 12ª LOSSEC de 2014, artículo 45 Ley de Cajas de Ahorros y Fundaciones Bancarias-, y Ley 13/1989, de 26 de mayo, de Cooperativas de Crédito, por la remisión que su artículo 12 contiene respecto de la LDIEC, que ahora debe entenderse referido a la LOSSEC). También en relación con las cajas de ahorros, fundaciones bancarias y cooperativas de crédito existen funciones asumidas por los gobiernos autonómicos.

³⁹ ZUNZUNEGUI, F. (2005), *Derecho del Mercado Financiero*, pág. 112, Ed. Marcial Pons (Barcelona).

⁴⁰ VEGA SERRANO, J.M. (2011), ob. cit. *La regulación bancaria*, pág. 249.

son administraciones no territoriales, que actúan como autoridades independientes de las autoridades políticas, que pretenden garantizar la transparencia de los mercados, su buen funcionamiento, y la solvencia de las entidades que en tales mercados operan.

Así, la delimitación competencial entre el supervisor de productos bancarios o de crédito (Banco de España, existiendo algunas competencias para el Ministerio de Economía, y para los órganos equivalentes de las Comunidades Autónomas), y el supervisor de las entidades de servicios y productos de inversión y las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (CNMV), es subjetiva y funcional⁴¹ salvándose la posibilidad de que existan lagunas al atribuir cierta *vis atractiva* al Banco de España para conocer de la supervisión de instrumentos financieros que tengan vinculación con un producto bancario⁴², quedando fundamentado este hecho, en la idea de que la supervisión prudencial en materia de crédito siempre ha sido más exhaustiva que en materia de inversión, y que el consumidor depositante del mercado de crédito requiere mayor protección de las Administraciones públicas que el inversor del mercado de valores que suele ser un profesional. Ese carácter accesorio de las competencias del Banco de España se establece de modo general en el artículo 88 LMV, en base a un criterio formal, es decir, será responsable de la supervisión la entidad responsable del registro en el que el operador se encuentre inscrito, y se prevé que, en los casos de confluencia de competencias, ambos supervisores *coordinarán sus actuaciones bajo el principio de que la tutela del funcionamiento de los mercados de valores corresponde a la CNMV, y la supervisión de la solvencia de las entidades corresponderá al supervisor que sea responsable de los correspondientes registros*. También, se establecen algunas reglas con carácter particular en relación con algunos casos de vinculación de productos financieros y bancarios: Así, se contempla en el artículo 79 quáter de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores (en adelante, LMV), que,

⁴¹ ZUNZUNEGUI, F. (2005), *Derecho de los Mercados Financieros*, pág. 113, Ed. Marcial Pons (Barcelona).

⁴² En relación con esa *vis atractiva* de las competencias del Banco de España, destacar la STS 133/1997, FJ nº 12, donde se hace referencia a la función del Banco de España como supervisor de “la totalidad del sistema financiero”; En esta sentencia se hacía referencia a su competencia en relación con los Establecimientos Financieros de Crédito, que hasta la reforma introducida en el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de Entidades de Crédito al de las Comunidades Europeas, por la el apartado uno del artículo segundo del R.D.-ley 14/2013, de 29 de noviembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras, formaban parte del género de entidades de crédito, y cuya inclusión se suprimió por esta norma; Actualmente el RD-legislativo 1298/1986 está derogado por la LOSSEC que, en su artículo 1, tampoco incluye a los establecimientos financieros en el concepto de entidad de crédito.

en relación con las excepciones a las obligaciones de información y de registro, contempla la aplicación de las normas de conducta de las entidades de crédito en lo que se refiere a información y valoración de riesgos de los clientes, cuando el producto principal sobre el que gira el instrumento financiero o derivado vinculado, sea un producto bancario, pues supone que el cliente debe tener las garantías propias de cliente de servicios bancarios y no de inversor. Del mismo modo, el artículo 19 de la Ley 36/2003, de 11 de noviembre, de medidas de reforma económica, relativo a los instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de interés de los préstamos hipotecarios, impone una obligación a las entidades de crédito de informar a los clientes que ya sean deudores hipotecarios sobre las coberturas de tipos de interés, y de ofertar tales productos a los clientes que vayan a adquirir tal condición, y exige que los deberes de información se sometan a las propias normas de conducta del sector bancario por la remisión que efectúa a la LDIEC, que ahora debe entenderse referida a la LOSSEC.

El problema radica en la determinación de las competencias en relación con productos innovadores que se desarrollen por entidades financieras que operen en el mercado de valores atendiendo al criterio formal, y que no puedan ser reconducidos a los casos particulares anteriores, ya que, en realidad, en esos dos casos puntuales en que se establece cierto control por parte del Banco de España de productos que caen fuera del ámbito estricto de la actividad de crédito, supone tan sólo la extensión de los deberes de información al consumidor de productos financieros con vinculación a otro producto bancario, pero no supone el sometimiento de la solvencia de la entidad emisora al régimen de control de las entidades de crédito acogiéndose a la regla general del artículo 88 LMV, por no cumplirse el criterio formal. El problema también lo encontramos, por supuesto, en relación con lo que se conoce como *shadow banking system*, o el sistema bancario en la sombra, esto es, aquella actividad realizada por entidades no supervisadas o a través de productos que quedan fuera de supervisión⁴³. En ambos casos, la existencia de los posibles supuestos no supervisados, o no supervisados

⁴³ SÁINZ DE VICUÑA Y BARROSO, A. (2010), “La nueva función de macro-supervisión. La Junta Europea para Riesgos Sistémicos”, pág. 4 y 5. Recuperado el 15 de noviembre de 2014 en <http://www.mjusticia.gob.es/cs/Satellite/1292338908469?blobheader>

El autor indica que el llamado “sistema bancario en la sombra” -*shadow banking system*-, está compuesto por los grandes operadores financieros no supervisados como los fondos alternativos de inversión (“*hedge funds*”), los inversores soberanos o las grandes compañías de inversión, las infraestructuras del mercado financiero, como los sistemas de liquidación de valores, sistemas de pagos, y las telecomunicaciones propias del sector, y por las entidades no supervisadas pero influyentes en la estabilidad financiera, como las agencias de notación -*rating*- o las entidades activas en el mercado de productos derivados.

por el Banco de España de acuerdo con el régimen establecido para las entidades de crédito, depende en gran medida de la evolución futura de los productos financieros innovadores.

En general, el sistema español que acoge el modelo sectorial, puede dar cabida a futuros defectos de supervisión respecto a esos productos innovadores o entidades no supervisadas y que repercutan en la estabilidad de alguno de los sectores; En estos casos, lo probable es que se trasladen los riesgos del mercado profesional, al mercado no profesional, en el que los riesgos asumidos por los inversores pretenden ser menores, por definición. Este problema se acentúa por la globalización de los mercados y su interconexión, pues en cada Estado se sigue un modelo diferente de regulación o supervisión.

3. LA INTEGRACIÓN DEL MODELO DE SUPERVISIÓN SEGUIDO POR LOS ESTADOS MIEMBROS QUE FORMAN PARTE DE LA EUROZONA EN EL NUEVO SISTEMA SUPERVISOR EUROPEO RESULTANTE DE LA UNIÓN BANCARIA

La valoración de los modelos reguladores anteriores se complica si en lugar de considerarlos de forma independiente, como hemos hecho en el apartado anterior, tomamos en consideración su integración en la Unión Bancaria cuando se trata de Estados miembros de la UE que comparten la moneda única. Por ejemplo, antes se ha hecho referencia a las competencias que, siguiendo el modelo sectorial, se atribuyen en España, al Banco de España, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y en menor medida, a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. La delimitación competencial entre ellos se ha realizado sin considerar su integración en el sistema único de supervisión resultante de las reformas llevadas a cabo en el seno de la Unión Europea desde el año 2009, efectuadas con la finalidad de establecer mecanismos de supervisión financiera comunes y con la creación de diferentes organismos que las asuman en algunos casos.

El sistema resultante de supervisión financiera será complejo y algunos mecanismos o aspectos del mismo, todavía está en construcción.

El nuevo sistema se está construyendo sobre las propuestas contenidas en el *Informe Larosière*⁴⁴ que, en el fondo, están asumiendo el modelo sectorial para la delimitación competencial de las funciones supervisoras dentro de la eurozona. De este modo, como fue tratado más ampliamente en un trabajo anterior⁴⁵, con la finalidad de conseguir una supervisión microprudencial se han creado tres organismos que regulan de forma sectorial las actividades bancaria, de seguros, y de valores. Estos organismos o autoridades de supervisión son la Autoridad Bancaria Europea (EBA) para el sector bancario, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) para el sector de seguros y fondos de pensiones y, finalmente, la Autoridad Europea de Valores (ESMA) para la supervisión de los mercados de valores. Estas tres Autoridades, configuradas como organismos independientes⁴⁶, forman parte del Sistema Europeo de Supervisores Financieros en cuanto a la supervisión microprudencial pero actúan con la colaboración y en coordinación con las autoridades nacionales de cada sector, esto es, respectivamente, con las autoridades nacionales de supervisión en cada ámbito, que son, los supervisores bancarios nacionales, los supervisores nacionales de seguros y pensiones, y los supervisores nacionales de valores. Estas actividades se han creado sobre la base del artículo 114 TFUE, ya que la finalidad y funciones de las mismas, en lo referente a prestar asistencia a las autoridades nacionales de supervisión competentes en la interpretación y aplicación coherentes de las normas de la Unión, y contribuir a la estabilidad financiera necesaria para la integración financiera, están ligadas a los objetivos del acervo de la Unión en relación con el mercado interior de servicios financieros.

Además, en materia de supervisión bancaria, la construcción de la Unión Bancaria transforma el sistema de regulación existente anteriormente en cuanto que,

⁴⁴ Informe Larosière, Bruselas 25 de febrero de 2009, Recuperado el 3 de diciembre de 2013 en http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

⁴⁵ Vid. en relación con el contenido de la reforma implementada en Europa para construir un sistema supervisor único, nuestro trabajo anterior: LARA ORTIZ, M.L. (2014), “Hacia la Unión Bancaria en la eurozona”, SPCS documento de trabajo 2014/5, Ed. Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca, UCLM (Cuenca), disponible en <http://www.uclm.es/CU/csociales/DocumentosTrabajo>.

⁴⁶ Así resulta de sus correspondientes normas reguladoras: Reglamento (UE) N° 1093/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), Reglamento (UE) n° 1094/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación), Reglamento (UE) no 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados).

desde el punto de vista estrictamente bancario, los supervisores nacionales (Autoridades Nacionales Competentes), comparten esta función con el Banco Central Europeo a través del Mecanismo Único de Supervisión, en vigor desde el 4 de noviembre de 2014. Este último, junto con el Mecanismo Único de Resolución y el Mecanismo Europeo de Estabilidad, basados todos ellos en el mantenimiento de una supervisión microprudencial y, junto con la Junta Europea de Riesgo Sistémico, a la que se encomienda la supervisión macroprudencial, pretenden conseguir la estabilidad financiera en la eurozona para evitar que las crisis futuras sean sistémicas, y que se vinculen las economías nacionales de los Estados miembros que participan en el euro, con el propósito final de evitar el riesgo futuro para la moneda única.

Para los sistemas nacionales que, como el español, siguen el modelo de supervisión sectorial, la distribución competencial entre los supervisores nacionales y los europeos hace algo más compleja la actividad de control y podría potenciar el riesgo de zonas desreguladas al fraccionar las competencias de supervisión. Este sistema no se sigue de forma uniforme dentro de la eurozona pues, como se ha indicado, aunque además de España lo siguen Italia, Grecia, Luxemburgo y Portugal, otros países como Austria y Alemania, siguen el modelo de supervisor único, y Holanda sigue el modelo *twin peaks*. En todos ellos la integración de competencias entre las Autoridades Nacionales Supervisoras y los supervisores europeos competentes en cada sector de actividad financiera puede ser todavía más complicada y dejar zonas desreguladas como consecuencia de la superposición de modelos reguladores.

4. CONCLUSIONES

Dentro de la Unión Europea se siguen distintos sistemas de regulación por los Estados Miembros, pero la conveniencia inicial de armonización, se supera en la actualidad, cuando hablamos de los países que comparten la moneda única. En este caso, aquella conveniencia de armonización se convierte en una necesidad de coordinación.

La heterogeneidad de modelos utilizados en la eurozona, y su integración en el sistema de supervisión único de la actividad financiera, que implica la distribución competencial entre los organismos europeos competentes y las Autoridades Nacionales

Competentes que siguen modelos organizatorios diferentes, en algunos casos, respecto al modelo sectorial común adoptado en la organización de la Unión Europea, exige que la coordinación entre supervisores sea uno de los puntos clave para poder llevar a cabo la actividad de control con éxito.

Recordando que, como se ha indicado, uno de los defectos del modelo sectorial es la posibilidad de que no queden bien controlados productos que afecten a consumidores-depositantes de productos que en realidad no sean objeto de supervisión por parte del supervisor de la actividad de crédito, deberían establecerse normas claras de carácter subsidiario para que el supervisor de este sector, que en el ámbito de la eurozona es el Banco Central Europeo, como eje del Mecanismo Único de Supervisión, asuma las competencias de supervisión que quedan huérfanas o que puedan surgir en el futuro sobre la evolución de los productos más innovadores –no supervisados, conocidos como *shadow banking*-. Esto hace necesario que las competencias supervisoras del Banco Central Europeo no descansen tan sólo en el actual artículo 127.5 y 6 del TFUE⁴⁷, que contiene una habilitación débil para la atribución al BCE de competencias para una supervisión prudencial, pero que no son suficientes para asumir mediante mecanismos de *vis auctoria* competencias que no recaigan en otros supervisores, y el buen funcionamiento del sistema único de supervisión en todos los sectores, y especialmente al bancario, en relación con el Mecanismo Único de Supervisión, requieren una reforma del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea que implique una atribución específica de competencias suficiente y no limitada al Banco Central Europeo.

⁴⁷ En estos preceptos se prevé: “El SEBC contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero”, y “El Consejo, mediante reglamentos adoptados con arreglo a un procedimiento legislativo especial, por unanimidad y previa consulta al Parlamento Europeo y al Banco Central Europeo, podrá encomendar al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y otras entidades financieras, con excepción de las empresas de seguros”.

REFERENCIAS

- ALLISON, J.A. (2014). “Market discipline beats regulatory discipline”, *Cato Journal*, Vol. 34, Nº 2 (Spring/Summer), en:
<http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2014/5/cato-journal-v34n2-9.pdf>
- ARENILLAS LORENTE, C. (2008). “Preservar la estabilidad financiera: la crisis *subprime* y la supervisión financiera”, recuperado el 11 de agosto de 2014 en:
<http://www.carlosarenillas.es/docs/Preservar%20la%20estabilidad%20financiera.pdf>
- ARIÑO ORTIZ, G. (1993). *Economía y Estado*, Madrid: Marcial Pons.
- ARRANZ PUMAR, G. (2008). “Modelos de regulación financiera. Visión general y algunas conclusiones para España”, en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos.
- ASLANBEIGUI, N. (2009). “Transaction introduction”. En PIGOU, A.C., *The economics of welfare*, New Jersey: Ed. Transaction Publishers Rutgers – The State University of New Jersey.
- BELTRÁN FLORES, L. (1999). “La ciencia económica y su introducción en España”, en FUENTES QUINTANA (dir.) *Una introducción al pensamiento económico*, Barcelona: Ed. Galaxia Gutenberg – Círculo de lectores.
- ESTRADA D. y GUTIERREZ J. (2009). “*Supervisión y regulación del sistema financiero: modelos, implicaciones y alcances*”, en Perfil de Coyuntura Económica Nº 13, agosto, Universidad de Antioquia.
- ESTRADA D. y GUTIERREZ J. (2009). “*Supervisión y regulación del sistema financiero: modelos, implicaciones y alcances*”, en Perfil de Coyuntura Económica Nº 13, agosto, Universidad de Antioquia.
- FUENTES QUINTANA, E. (1999). “Ensayo introductorio”, en FUENTES QUINTANA (dir.) *Una introducción al pensamiento económico*, Barcelona: Ed. Galaxia Gutenberg – Círculo de lectores.
- GALBRAITH, J. K. (traducción de 1992, de ÁLVAREZ FLOREZ J.M.), *La cultura de la satisfacción*, Barcelona: Ed. Ariel.

- GONZÁLEZ MOTA E. y MARQUÉS SEVILLANO J.M. (2010). “Dodd-Frank Wall Street Reform: Un cambio profundo en el sistema financiero de Estados Unidos”, *Revista de Estabilidad Financiera*, núm. 19, Ed. Banco de España.
- KLEIN, N. (2007). *The Shock Doctrine: The rise of disaster capitalism*, New York: Ed. Metropolitan Books.
- LARA ORTIZ, M.L. (2014). “Hacia la Unión Bancaria en la eurozona”, SPCS documento de trabajo 2014/5, Ed. Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca, UCLM (Cuenca), disponible en <http://www.uclm.es/CU/csociales/DocumentosTrabajo>.
- MARTÍNEZ PARERA, M. (2009). “Organización de la supervisión financiera: ¿hacia un modelo "twin peaks"?", *Economistas*, Año N° 27, N° 120.
- MASERA, R. (2008). “Core, mantle, industry: banks’ capital standards”, en SCAZZIERI, SEN, y ZAMANGI (eds.) *Markets, Money and Capital*, New York: Ed. Cambridge University Press.
- RALLO, J.R. (2011). *Los errores de la vieja economía. Una refutación de la Teoría General del empleo, el interés y el dinero de John Maynard Keynes*, Madrid: Ed. Unión Editorial.
- RECALDE CASTELLS, A. (2009). “El papel del “Derecho” en la crisis. Algunos aspectos de la regulación financiera y de las grandes empresas en su relación con la Economía”, Documento de trabajo 150 /2009, Ed. Fundación Alternativas. Recuperado el 6 de enero de 2014 en [file:///C:/Users/Usuario/Downloads/doc150%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/Usuario/Downloads/doc150%20(2).pdf).
- SÁINZ DE VICUÑA Y BARROSO, A. (2010). “La nueva función de macro-supervisión. La Junta Europea para Riesgos Sistémicos”, en <http://www.mjusticia.gob.es/cs/Satellite/1292338908469?blobheader>
- SCREPANTI E. y ZAMAGNI S. (2010). *An outline of the history of economic thought*, 2ª edición, New York: Ed. Oxford University Press.
- UBEL, P.A. (2009). *Free Market Madness*, Boston: Ed. Harvard Business Press, traducción de MURILLO FORT, I., (2009) como *La locura del libre mercado: Por qué la naturaleza humana se contrapone a la economía y por qué es importante tenerlo en cuenta*, Barcelona: Ed. Urano.

- VEGA SERRANO, J.M. (2011). *La regulación bancaria*, Madrid: Ed. La Ley.
- VIVES, X. (2010). “La crisis financiera y la regulación”, *IESE Occasional Papers* nº 179-2010, Ed. IESE Bussines School - Universidad de Navarra.
- ZUNZUNEGUI F. (2008). “La regulación jurídica internacional del mercado financiero”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, Working Paper 1/2008 (Mayo), en: <http://rdmf.files.wordpress.com/2008/05/zunzunegui-regulacion-juridica-internacional-mercado-financiero.pdf>
- ZUNZUNEGUI, F. (2005). *Derecho de los Mercados Financieros*, Barcelona: Ed. Marcial Pons.

OTRAS REFERENCIAS

- Informe de Barth, Caprio y Levine (2006) para el Banco Mundial, “2007 Database” en <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20345037~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html>
- Informe de enero de 2010 del Foro Conjunto del Comité de Basilea “*Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation – Key Issues and Recommendations*” disponible en <http://www.bis.org/publ/joint24.pdf>; y el Informe de octubre de 2009 del Senior Supervisors Group “*Risk Management Lessons from the Global Banking Crisis of 2008*”, disponible en http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_0910a.pdf?page_moved=1
- Informe de noviembre de 2010 del Consejo de Estabilidad Financiera “*Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision, Recommendations for enhanced supervision*”, disponible en http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101101.pdf?page_moved=1
- Informe Larosièrre, Bruselas 25 de febrero de 2009, Recuperado el 3 de diciembre de 2013 en http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf