

# NUEVAS FÓRMULAS DE GÉNESIS Y EJECUCIÓN NORMATIVA EN LA GLOBALIZACIÓN: EL CASO DE LA REGULACIÓN DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA<sup>1</sup>

M.<sup>a</sup> MERCÈ DARNACULLETA I GARDELLA

Directora del Grupo de Investigación *Normgenese in der Globalisierung*  
del *Exzellenzcluster Kulturelle Grundlagen von Integration*  
Universidad de Constanza

M.<sup>a</sup> AMPARO SALVADOR ARMENDÁRIZ

Profesora Contratada Doctora de Derecho Administrativo  
Universidad de Navarra

I. LOS MERCADOS FINANCIEROS COMO «SECTOR DE REFERENCIA» DEL DENOMINADO DERECHO ADMINISTRATIVO «INTERNACIONAL» O «GLOBAL».—II. EL ÁMBITO MATERIAL, LAS TÉCNICAS Y LOS FINES DE LA REGULACIÓN DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA: 1. *La actividad financiera como modelo de actividad globalizada*. 2. *La aplicación del concepto y las técnicas de regulación a la actividad financiera*. 3. *La estabilidad del sistema financiero como fin de la regulación*.—III. LAS LIMITACIONES DE LOS SISTEMAS JURÍDICOS NACIONAL Y EUROPEO PARA ABORDAR LA REGULACIÓN DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA.—IV. LAS RESPUESTAS PROVENIENTES DEL PROPIO SECTOR FINANCIERO Y DE LOS ACTORES DE LA GLOBALIZACIÓN: 1. *La autorregulación de los profesionales vinculados al sector financiero*: A) La actividad de calificación. B) Las técnicas de gobierno corporativo. C) La estandarización privada. 2. *La cooperación transnacional de las autoridades nacionales de supervisión*. 3. *La creación de administraciones internacionales*.—V. LAS RESPUESTAS DEL LEGISLADOR EUROPEO Y EL ESTATAL: 1. *La instauración de organizaciones y procedimientos complejos de regulación*. 2. *La recepción jurídica de los estándares internacionales*.—VI. EL PAPEL DE LOS ESTÁNDARES INTERNACIONALES EN LA GÉNESIS Y LA EJECUCIÓN MATERIAL DEL DERECHO.—VII. CONCLUSIONES.

## RESUMEN

El presente estudio tiene por objeto el análisis de las estrategias de regulación de la actividad financiera, en su condición de «sector de referencia» del denominado Derecho administrativo «internacional» o «global». Analizando dichas estrategias se constata que la gestión y ejecución de las normas jurídicas en el sector financiero no se limitan a las tradicionales instancias jurídico-públicas, ni se circunscriben de forma estanca al ámbito nacional, comunitario o internacional. La producción normativa abarca una fase de gestación internacional, basada principalmente en la autorregulación y en la cooperación transnacional de autoridades nacionales; y una fase posterior de recepción pública, a nivel comunitario y a nivel estatal. En la regulación de los mercados financieros se concentran, pues, dos de las tendencias más relevantes del Derecho administrativo, a saber, la europeización y la internacionalización de esta disciplina y la apertura del Estado a la autorregulación.

*Palabras clave:* regulación; autorregulación; actividad financiera; globalización; Derecho.

<sup>1</sup> Este artículo ha sido elaborado con el apoyo financiero del *Exzellenzcluster Kulturelle Grundlagen von Integration*, de la Universidad de Constanza, y del Proyecto de Investigación I+D (DER 2008-04154/JURI), «Gobernanza en procedimientos administrativos de gestión del riesgo», de la Universidad de Navarra.

## ABSTRACT

This study has had as its aim an analysis of the regulatory strategies of the financial activities sector in its capacity as a «reference sector» within what is increasingly referred to as «international» or «global» Administrative Law. Analyzing these regulatory strategies it is found that the gestation and implementation of legal standards in the financial activities sector is not limited to traditional legal and public administrative bodies, nor is it confined to tight National, Community, or International agreement. Policy production, rather, is seen to evolve out of an initial, international-stage of gestation, based mainly on self-regulation and the transnational cooperation of national authorities and moves into a secondary stage of public adoption, at the Community and Nation State level. Through this process, two of the most important current trends of Administrative Law regulating the financial activities sector are emerging; namely, the Europeanization and Internationalization of financial regulatory strategies and the opening-up of the Nation State to the construct of Self-regulation.

*Key words:* regulation; self regulation; financial activity; globalization; Law.

## I. LOS MERCADOS FINANCIEROS COMO «SECTOR DE REFERENCIA» DEL DENOMINADO DERECHO ADMINISTRATIVO «INTERNACIONAL» O «GLOBAL»

La globalización plantea numerosos retos para el Derecho, que no son en absoluto ajenos al Derecho administrativo<sup>2</sup>. Paralelamente a la internacionalización de las actividades y los actores económicos, estamos asistiendo a un proceso de internacionalización del Derecho administrativo<sup>3</sup> y, por ende, a la formación de lo que al-

<sup>2</sup> Solamente como muestra, pueden verse S. CASSESE (2005a), «The Globalization of Law», *New York University Journal of International Law and Politics*, 37, págs. 973-993; S. CASSESE (2003), *Lo spazio giuridico globale*, Roma-Bari, Laterza [traducido al español por Luis ORTEGA et al. (2006), *La Globalización Jurídica*, Madrid, Instituto de Administración Pública, Marcial Pons]; R. DOMINGO, M. SANTIVÁÑEZ y A. CAICEDO (Coords.) (2006), *Hacia un Derecho global. Reflexiones en torno al Derecho y la globalización*, Navarra, Thomson-Aranzadi; J. SCHWARZE (Coord.) (2008), *Globalisierung und Entstaatlichung des Rechts*, Teilband 1: *Beiträge zum öffentlichen Recht, Europarecht, Arbeits- und Sozialrecht und Strafrecht*, Tübingen, Mohr Siebeck; R. VOIGT (2000), *Globalisierung des Rechts*, Baden-Baden, Nomos; R. ZIMMERMANN (Coord.) (2008), *Globalisierung und Entstaatlichung des Rechts*, Teilband II: *Nicht-staatliches Privatrecht: Geltung und Genese*, Tübingen, Mohr Siebeck.

<sup>3</sup> La doctrina alemana señala, no sin cierta razón, que la preocupación por la europeización y la internacionalización del Derecho público constituye un problema típicamente alemán. Este planteamiento, y las razones en las que se fundamenta, pueden verse en F. C. MAYER (2007), «Internationalisierung des Verwaltungsrechts?», en C. MÖLLERS, A. VORRUEHE y C. WALTER (Eds.), *Internationales Verwaltungsrecht. Eine Analyse anhand von Referenzgebieten*, Tübingen, Mohr Siebeck, pág. 50. Además de la obra general citada, pueden mencionarse al respecto C. OHLER (2005), *Die Kollisionsordnung des Allgemeinen Verwaltungsrechts- Strukturen des deutschen Internationalen Verwaltungsrechts*, Tübingen, Mohr Siebeck; M. RUFFERT (Ed.) (2004), *Die Globalisierung als Herausforderung an das öffentliche Recht*, Stuttgart/München/Hannover/Berlin/Weimar/Dresden, Boorberg; E. SCHMIDT-ARMANN (2006), «Die Herausforderung der Verwaltungsrechtswissenschaft durch die Internationalisierung der Verwaltungsbeziehungen», *Der Staat*, págs. 315 y ss. (también en «La Ciencia del Derecho Administrativo ante el reto de la internacionalización de las relaciones administrativas», núm. 171 de esta REVISTA, págs. 7-34); C. TIETJE (2001), *Internationalisiertes Verwaltungshandeln*, Berlin,

gunos ya califican como Derecho administrativo «internacional» o «global»<sup>4</sup>.

Desde esta perspectiva, la regulación de los mercados financieros es, sin lugar a dudas y en palabras de SCHMIDT-ARMANN, un «sector de referencia»<sup>5</sup> de este nuevo Derecho administrativo global<sup>6</sup>.

La afirmación precedente se sostiene, por lo menos, desde los siguientes tres puntos de vista: en el sector financiero operan con toda normalidad diversas organizaciones internacionales en la producción de estándares, que son adoptados posteriormente, o tomados como referencia, por el legislador europeo y por los legisladores estatales; la regulación y la supervisión de los mercados financieros requieren de la cooperación internacional, que se articula a través de organizaciones o redes transnacionales de cooperación<sup>7</sup>; y se asiste también a la creación de ad-

---

Duncker & Humblot; y C. WALTER (2005), «Internationalisierung des deutschen und europäischen Verwaltungsverfahrens- und Verwaltungsprozessrechts – am Beispiel der Aarhus-Konvention», *Europarecht*, 3, págs. 302-338.

<sup>4</sup> Sobre el Derecho administrativo global, véanse, entre otros, S. CASSESE, B. CAROTTI, L. CASINI, M. MACCHIA, E. MACDONALD y M. SAVINO (Eds.) (2008), *Global Administrative Law: cases, materials, issues* (disponible en <http://www.iilj.org/GAL/documents/GALCasebook2008.pdf>); D. C. ESTY (2006), «Good Governance at the Supranational Scale: Globalizing Administrative Law», *The Yale Law Journal*, 115, págs. 1490-1560; B. KINGSBURY, N. KRISCH y R. B. STEWART (2005), «The Emergence of Global Administrative Law», *Law & Contemporary Problems*, 68, págs. 15 y ss., publicado en español con el título «El surgimiento del Derecho Administrativo global», *Res Publica Argentina*, 3, 2007, págs. 25-74; y N. KRISCH y B. KINGSBURY (2006), «Introduction: Global Governance and Global Administrative Law in the International Legal Order», *European Journal of International Law*, 17, págs. 1 y ss. Entre nosotros, Javier BARNÉS se ha hecho eco de esta construcción, en «Sobre el procedimiento administrativo: evolución y perspectivas», en J. BARNÉS (Ed.) (2006), *Innovación y reforma en el Derecho Administrativo*, Sevilla, Global Law Press, págs. 325-335. También, J. PONCE SOLÉ, en «Procedimiento administrativo, globalización y buena administración», en J. PONCE SOLÉ (Coord.), *Derecho Administrativo global. Organización, procedimiento, control judicial*, Ed. Marcial Pons, pág. 82.

Como se ha avanzado en la nota anterior, debido a su peculiar tradición jurídica, los autores alemanes prefieren utilizar la expresión «Derecho administrativo internacional». En esta línea, véase, por todos, C. MÖLLERS, A. VOßKUHLE y C. WALTER (Eds.) (2007), *Internationales Verwaltungsrecht. Eine Analyse anhand von Referenzgebieten*, Tübingen, Mohr Siebeck.

Sin desconocer las peculiaridades del planteamiento metodológico de la doctrina alemana, en este trabajo se van a utilizar indistintamente las expresiones «Derecho administrativo global» y «Derecho administrativo internacional».

<sup>5</sup> Los «sectores de referencia» (*Referenzgebiete*) constituyen una noción clave para los autores vinculados al proyecto de reforma del Derecho administrativo. Con esta expresión se alude a aquellos sectores de la parte especial del Derecho administrativo que resultan particularmente representativos de la sociedad y del Derecho, y cuya regulación ensaya y avanza muchas de las transformaciones que luego serán recogidas por la parte general de dicha rama del ordenamiento. Por todos, véase E. SCHMIDT-ARMANN (2004), *Dass allgemeine Verwaltungsrecht als Ordnungsidee. Grundlagen und Aufgaben der Verwaltungsrechtlichen Systembildung*, Berlin, Springer, págs. 8 y ss.

<sup>6</sup> Así lo sostiene explícitamente, entre otros, C. MÖLLERS (2007), «Internationales Verwaltungsrecht: Eine Einführung in die Referenzanalysen», en C. MÖLLERS, A. VOßKUHLE y C. WALTER (Eds.), *Internationales Verwaltungsrecht...*, op. cit., pág. 5.

<sup>7</sup> Estos dos puntos de vista son señalados por C. OHLER (2007), «Internationale Regulierung im Bereich der Finanzmarktaufsicht», en C. MÖLLERS, A. VOßKUHLE y C. WALTER (Eds.), *Internationales Verwaltungsrecht...*, op. cit., pág. 159.

ministraciones internacionales para resolver ciertos problemas específicos vinculados al correcto funcionamiento de los mercados financieros<sup>8</sup>.

Tomando en consideración estos elementos es posible constatar que la producción y aplicación de las normas jurídicas en el sector financiero no se limitan a sus aspectos jurídico-públicos, ni se circunscriben de forma estanca al ámbito nacional, el comunitario o el internacional. En un número creciente de casos, la producción normativa abarca una fase de gestación privada internacional, basada principalmente en la autorregulación y en la cooperación transnacional de autoridades nacionales; y una fase posterior de recepción pública, a nivel europeo primero y, finalmente, a nivel estatal. Expresado en otros términos, puede decirse que la regulación de los mercados financieros, desde un punto de vista formal, sigue siendo principalmente nacional. Sin embargo, el contenido y la forma de dicha regulación, tanto en su formación como en su ejecución, vienen predeterminados principalmente por el resultado de la autorregulación internacional y por la cooperación de las autoridades nacionales de supervisión<sup>9</sup>.

Con todo, es necesario señalar que el análisis de las cuestiones jurídicas que plantean las nuevas formas de gestación y ejecución de normas en el sector financiero encuentra en las circunstancias actuales la limitación propia de un sector en plena crisis. Una crisis que, debido a sus implicaciones, está forzando a las instancias internacionales, europeas y nacionales a replantearse críticamente el contenido y la eficacia de las técnicas de regulación empleadas hasta este momento<sup>10</sup>. El tinte de provisionalidad que imprime este contexto de crisis al

---

<sup>8</sup> Se utiliza aquí la terminología propuesta por B. KINGSBURY, N. KRISCH y R. B. STEWART (2005: 6), donde se reserva la expresión «administración internacional» para designar a las «organizaciones formales intergubernamentales establecidas por un tratado o acuerdo ejecutivo». Estos autores distinguen los siguientes cinco tipos de «administración global»: «(1) administración por parte de organizaciones internacionales formales; (2) administración basada en la acción colectiva de redes transnacionales de acuerdos de cooperación entre funcionarios reguladores nacionales; (3) administración distribuida llevada a cabo por reguladores nacionales bajo tratados, redes u otros regímenes cooperativos; (4) administración por acuerdos híbridos intergubernamentales-privados; y (5) administración por instituciones privadas con funciones regulatorias».

<sup>9</sup> En términos similares se pronuncia A. VAN AAKEN (2007), «Transnationale Kooperationsrecht nationaler Aufsichtsbehörden als Antwort auf die Herausforderung globalisierter Finanzmärkte», en C. MÖLLERS, A. VOßKUHLE y C. WALTER (Eds.), *Internationales Verwaltungsrecht...*, *op. cit.*, pág. 219.

<sup>10</sup> En concreto, se están poniendo en tela de juicio los contenidos de la regulación vigente de los mercados financieros, los sujetos sometidos a la misma y la arquitectura institucional encargada de su ejecución. Como muestra de ello es realmente elocuente el Informe conocido como *De Larosière*, elaborado bajo los auspicios de la Comisión Europea y presentado el 25 de febrero de 2009. También a nivel mundial se plantea esta cuestión, como pone de relieve el documento del *G20 Workshop on the Global Economy*, elaborado en Mumbai, India, los días 24 a 26 de mayo de 2009, y que puede consultarse en la siguiente dirección: [http://www.g20.org/Documents/g20\\_workshop\\_causes\\_of\\_the\\_crisis.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_workshop_causes_of_the_crisis.pdf).

estudio que aquí se presenta no debe impedir reconocer, sin embargo, el cambio de paradigma que pueden suponer las nuevas técnicas de génesis y ejecución normativa ensayadas en el sector financiero, así como el rol de dicho sector como referencia en la regulación de las actividades altamente globalizadas.

## II. EL ÁMBITO MATERIAL, LAS TÉCNICAS Y LOS FINES DE LA REGULACIÓN DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA

La regulación de los mercados financieros tiene por objeto una actividad altamente globalizada, que constituye un laboratorio de ensayo de las más novedosas técnicas de gestación y ejecución de normas. En este sector se engarzan organizaciones y procedimientos creadores de normas y de controles que tienen por finalidad garantizar la confianza y la estabilidad de los mercados financieros. La tupida red resultante y las muchas peculiaridades que presenta respecto de las formas tradicionales de creación y ejecución del Derecho dan razón de las dificultades que plantea la garantía del bien común en un contexto global, más allá del Estado.

### 1. *La actividad financiera como modelo de actividad globalizada*

La globalización no es, como ha dicho la doctrina, un concepto jurídico, de modo que, afortunadamente, no nos corresponde a los juristas afrontar su definición<sup>11</sup>. Sin embargo, como también se ha señalado, si bien todo el mundo parece saber lo que es la globalización, cada uno de nosotros le otorga un significado distinto<sup>12</sup>. Además, el uso del término «globalización», principalmente cuando se opone a otros términos que podrían utilizarse como sinónimos del mismo —como «internacionalización», «mundialización» o «transnacionalización»—, suele ir acompañado de una carga ideológica que no se asume en este trabajo<sup>13</sup>. Por este motivo creemos necesario señalar que, mayoritaria-

<sup>11</sup> M. RUFFERT (2004: 11).

<sup>12</sup> P. HIRST, G. THOMPSON y S. BROMLEY (2009), *Globalisation in Question. The International Economy and the Possibilities of Governance*, Oxford, Blackwell Publishers, pág. 3.

<sup>13</sup> En concreto, en este trabajo no se asume la crítica neoliberal a la existencia misma del Estado-nación, pero tampoco se pretende relativizar en absoluto las transformaciones radicales que comporta la globalización. La carga ideológica del debate sobre la globalización está expuesta de forma clara y sintética en A. GIDDENS (1999), *Runaway World*, London, Profile Books Ltd. (publicado en español con el título *Un mundo desbocado. Los efectos de la globalización en nuestras vidas*, Madrid, Taurus, 2000), pág. 20. Para profundizar en ello puede verse, entre otros muchos, D. HELD y A. MCGREW (2002), *Globalisation/Anti-Globalisation*, Oxford,

mente, con el término «globalización» se pretende describir un fenómeno —predicable en primer lugar de la economía y extensible también a la cultura, la ciencia, la política, a la misma sociedad y, para algunos autores, también al Derecho<sup>14</sup>— que impide tratar ciertas realidades sin concebir y analizar el mundo como un todo, esto es, sin tomar en consideración las interacciones entre los actores que operan en diversas partes del planeta<sup>15</sup>. Parafraseando a Ulrich BECK, la globalización identificaría «los procesos en virtud de los cuales los Estados nacionales soberanos se entremezclan e imbrican mediante actores transnacionales y sus respectivas probabilidades de poder, orientaciones, identidades y entramados varios»<sup>16</sup>.

De acuerdo con ello, la globalización de los mercados financieros implica que deben tomarse en consideración el proceso y el resultado de la progresiva interacción de los operadores económicos a nivel global. En concreto, debe tenerse en cuenta la posibilidad, cada día mayor, de que los intermediarios financieros puedan ofrecer sus servicios en cualquier país de mundo y de que los consumidores-demandantes puedan acceder a dichos servicios financieros<sup>17</sup>. Entre otras razones, este fenómeno está determinado, de un lado, por las inmensas posibilidades que ofrece Internet —que ha roto las fronteras geográficas— y, por otro, por la voluntad manifiesta de muchos Estados por eliminar las barreras jurídicas que impedían el acceso a sus mercados financieros de operadores y de capitales extranjeros<sup>18</sup>.

Blackwell Publishing Company (*Globalización/Antiglobalización. Sobre la reconstrucción del orden mundial*, Barcelona/Buenos Aires/México, Paidós, 2003). Más en concreto, para una distinción del significado de la globalización, entendida como una fase posterior a la interdependencia y a la internacionalización de las relaciones entre Estados, véanse también, respectivamente, W. H. REINICKE y J. M. WITTE (2000), «Interdependence, Globalization and Sovereignty: The Role of Non-binding International Legal Accords», en D. SHELTON (Ed.), *Commitment and Compliance. The Role of Non-binding Norms in the International Legal System*, Oxford, págs. 75-81; y J. DELBRÜCK (2001), «Structural Changes in the International System and its Legal Order: International Law in the Era of Globalization», *Revue Suisse de droit international et de droit européen*, págs. 13-17.

<sup>14</sup> Cfr. R. DOMINGO (2008), *¿Qué es el Derecho Global?*, 2.ª ed., Cizur Menor (Navarra), Thomson-Aranzadi, pág. 213.

<sup>15</sup> J. M. GARCÍA BLANCO (1999), «De la mundialización y la globalización al sistema de la sociedad mundial», en R. RAMOS TORRE y F. GARCÍA SELGAS (Eds.), *Globalización, riesgo, flexibilidad. Tres temas de la teoría social contemporánea*, Madrid, CIS, págs. 21 y ss.

<sup>16</sup> U. BECK (1997), *Was is Globalisierung? Irrtümer des Globalismus- Antworten auf Globalisierung*, Francfort del Meno, Suhrkamp Verlag (*¿Qué es la globalización? Falacias del globalismo, respuestas a la globalización*, Barcelona/Buenos Aires/México, Paidós, 1998, pág. 29).

<sup>17</sup> A. GIDDENS (1999: 22) sostiene, gráficamente, que «en la nueva economía electrónica global gestores de fondos, bancos, empresas, al igual que millones de inversores individuales, pueden transferir cantidades enormes de capital de un lado del mundo a otro con el botón de un ratón».

<sup>18</sup> Como acertadamente señala A. VAN AAKEN (2007: 221): «Die Globalisierung der Finanzmärkte fand nicht ohne De-Regulierung statt; vielmehr haben die Kapitalverkehrsfreiheit und die Liberalisierung der Finanzmärkte diese Entwicklung befördert».

En este sentido, el reconocimiento jurídico de la libertad de movimiento de capitales y la liberalización de los mercados financieros han potenciado claramente la internacionalización de un sector<sup>19</sup> que, con independencia de ello, es ya desde hace años el principal ejemplo y motor de la globalización. Sin embargo, el alcance real de la globalización de la actividad financiera, y su efecto en cadena respecto de otros sectores de actividad, se han puesto especialmente de relieve con ocasión de ciertos hechos acontecidos en la última década, desencadenantes de la actual crisis económica y financiera. El fenómeno de la globalización en la actividad financiera se extiende en el caso de los mercados financieros, desde la implantación mundial de las grandes firmas financieras —norteamericanas, suizas, asiáticas y europeas— a la tendencia cada vez más acentuada hacia la creación de grandes grupos financieros que prestan todo tipo de servicios financieros —créditos de todo tipo, seguros, empresas de servicios de inversión, gestión de fondos...—. Esto es, el carácter global de los mercados financieros puede predicarse desde una perspectiva territorial o espacial, pero también desde el punto de vista de los instrumentos financieros ofrecidos.

Esta última afirmación pone de manifiesto un dato sustancial de la realidad que se analiza: el carácter sistémico que tiene la actividad económico-financiera<sup>20</sup>. Esta observación de la realidad sobre la que el ordenamiento opera viene a chocar con el carácter sectorial que tradicionalmente ha regulado el sistema financiero. El Derecho que ha regulado la actividad financiera de cada uno de los subsistemas del sistema financiero —crédito y banca, seguros y bolsa— ha carecido hasta fechas recientes de una visión sistémica de la actividad. El cambio de visión —de lo sectorial a lo global—, al margen de la imprescindible conexión que debe tener el Derecho con la realidad, es además reflejo de la influencia del Derecho comunitario, que desde comienzos de los años 2000 viene incorporando este planteamiento sistémico en su legislación<sup>21</sup>.

En fin, con la referencia a la globalización de la «actividad financiera» se quiere mencionar el conjunto de operaciones, instrumentos y

---

<sup>19</sup> En relación con el papel del Derecho internacional en la liberalización de los servicios financieros, W. DOBSON y P. JACQUET (1998), *Financial Services liberalization in the WTO*, Washington, Institute of International Economics.

<sup>20</sup> Dicho carácter sistémico es puesto de manifiesto, entre otros, por H. C. RÖHL (2009), «Finanzmarktaufsicht», en M. FEHLING y M. RUFFERT, *Regulierungsrecht*, Tübingen, Mohr Siebeck, pág. 1006. Para más detalles, véase K. H. BOOS, R. FISCHER y H. SCHULTE-MATTLER (Eds.) (2008), *Kreditwesengesetz: KWG. Kommentar zu KWG und Ausführungsvorschriften*, München, Beck.

<sup>21</sup> Éste es el planteamiento de la Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, sobre supervisión adicional de conglomerados financieros (DOCE L 35, de 11 de febrero de 2003).

mercados financieros que configuran el sistema financiero. Sin querer entrar en distinciones conceptuales de carácter económico, que excederían el formato de este artículo, al hablar del sistema financiero nos estamos refiriendo a aquel en el que se desarrolla la actividad financiera, esto es, el que permite en su conjunto el encuentro entre los que ahorran y los que demandan financiación. Este complejo sistema<sup>22</sup> incluye la actividad de las entidades bancarias y crediticias, la actividad del sector asegurador en sus diversos ramos y la actividad de los mercados bursátiles en todas sus variantes —mercados de valores, derivados, fondos de inversión incluso de ciertos bienes tangibles—, así como a sus reguladores. Una actividad financiera que en ocasiones se acompaña de otros servicios de carácter instrumental: auditoría, consultoría y asesoramiento, *rating*, tasación...

Ciertamente y aunque resulte también un lugar común, la crisis financiera y real que vivimos desde el verano de 2007 ha sacado definitivamente a la luz la innegable realidad globalizada del funcionamiento del sistema financiero. Una realidad que ya era reconocida como tal, pero que la situación actual ha puesto en primera línea de fuego. Y es que el carácter sistémico de la actividad crediticia, y al tiempo global, ha tenido, entre otras consecuencias, un efecto de contagio o «dominó» de los riesgos asociados a esta actividad que están obligando a replantearse a políticos y expertos el modo de afrontar el riesgo sistémico<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> El hecho de que la actividad financiera tenga un comportamiento sistémico no es en absoluto incompatible con una regulación y una supervisión sectoriales. Así lo entiende ALEPUZ SÁNCHEZ, para quien «la regulación bancaria es la de mayor intensidad no sólo en lo relativo a la cantidad o frondosidad de la regulación —que también— sino también desde el punto de vista de los instrumentos de monitorización que utiliza...», en particular si se compara con la «otra» regulación, esto es, la regulación de los mercados de valores, en «La suficiencia del modelo regulatorio bancario para el tratamiento de las crisis bancarias», ponencia que defendió en *La regulación de los mercados (II): ordenación bancaria*, XXXI Jornadas de la Abogacía General del Estado, noviembre 2009, accesible en la página del Ministerio de Justicia ([www.mjusticia.es](http://www.mjusticia.es)). En sentido semejante se manifiesta J. M. CUENCA MIRANDA (2002), «Autorregulación y mercados financieros», *Información Comercial Española*, 801, pág. 131. S. MARTÍN-RETORTILLO (1991), «Sistema bancario y crediticio», en *Derecho Administrativo económico*, vol. II, Madrid, La Ley, pág. 93, por su parte, pone el acento en la particular vinculación del crédito bancario con la creación de dinero.

<sup>23</sup> Los riesgos asociados al comportamiento sistémico e interconectado de la actividad financiera no son una novedad. Pero ¿por qué la sociedad global no los contempló? ¿Cómo es posible que nadie lo hubiera previsto? Esto fue lo que la Reina de Inglaterra preguntó a un grupo de expertos profesores de la London School of Economics, en la visita que realizó a la British Academy en junio de 2009. En su respuesta, los expertos reconocen que «*every one seemed to be doing their job properly on its own merit*», se refieren a los bancos, a los clientes, a los reguladores, a los Estados, «*individual risks may rightly have been viewed as small, but de risk to the system as whole was vast*». Puede consultarse en *The Global Financial Crisis. Why didn't anybody notice*, British Academy Forum, 17 de junio de 2009, accesible en <http://www.britac.ac.uk/events/archive/forum-economy.cfm>. El informe elaborado para el G-20 por el FSB, el FMI y el BIS, bajo el título de *Guidance to assess the systemic important of financial Institutions, Markets and Instruments: Initial considerations*, accesible en <http://>



## 2. La aplicación del concepto y las técnicas de regulación a la actividad financiera.

Paralelamente a lo que ocurre con la «globalización», tampoco la «regulación» es un término propiamente jurídico. Han sido, sin embargo, las transformaciones jurídicas derivadas de la globalización —y, en especial, de la liberalización de los mercados— las que han llevado a la doctrina iuspublicista a reflexionar sobre la regulación<sup>24</sup>. En este punto es importante distinguir el uso habitual de este término empleado por la doctrina anglosajona, que se basa a su vez, principalmente, en el concepto de regulación manejado por las Ciencias Económicas, de la terminología propuesta por la doctrina continental-europea, más apegado a la Sociología jurídica<sup>25</sup>.

Simplificando mucho, puede decirse que la variante anglosajona de la *regulation* se identifica con cualquier intervención estatal en la economía; y que esta técnica, que ha consistido tradicionalmente en utilización de instrumentos de *command and control* por parte de la Administración, se ha enriquecido en la actualidad por la utilización de nuevas modalidades de dirección de los sujetos económicos<sup>26</sup>. La adaptación de tales modalidades en la Europa continental se corresponde con un concepto que, partiendo del carácter transnacional y transdisciplinar de la

---

[www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_091107c.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_091107c.pdf), define el riesgo sistémico como «*a risk of disruption to financial services that is caused by an impairment of all or parts of the financial system and has the potential to have serious negative consequences for the real economy*» (pág. 5). Un esfuerzo por definir el concepto de riesgo sistémico, en S. L. SCHWARZ (2008), «Systemic Risk», *Duke Law School Legal Studies Paper*, núm. 163; *Georgetown Law Journal*, vol. 97, núm. 1, págs. 198 y ss.

<sup>24</sup> Sobre la contextualización histórica de la regulación y su vinculación al fenómeno de la liberalización, véanse, entre otros, I. DEL GUAYO CASTIELLA (2006), «La regulación económica como alternativa», *Revista Española de Derecho Administrativo*, 130, págs. 227 y ss.; y E. MALARET GARCÍA (2007), *Administración pública y regulación económica*, Publicaciones de la Asociación Española de Profesores de Derecho Administrativo, núm. 2, Pamplona, Thomson-Aranzadi, págs. 131 y ss. Recientemente, A. BETANCOR (2010), *Regulación: mito y derecho*, Ed. Civitas, Thomson Reuters, Pamplona, págs. 31 y ss.

<sup>25</sup> Esta advertencia fue realizada tempranamente por R. SCHMIDT (1990), *Öffentliches Wirtschaftsrecht. Allgemeiner Teil*, Berlin, Springer, pág. 48. Entre la doctrina española, véase J. ESTEVE PARDO (2007), *La regulación de la economía desde el Estado garante*, Publicaciones de la Asociación Española de Profesores de Derecho Administrativo, núm. 2, Pamplona, Thomson-Aranzadi, págs. 91 y ss.

<sup>26</sup> La identificación de la regulación con cualquier tipo de intervención estatal se encuentra especialmente presente en los informes económicos de diversas organizaciones internacionales, al hilo de sus análisis cuantitativos sobre el impacto de la regulación en la economía, y en los más recientes debates sobre la desregulación. Puede citarse así, entre otros muchos, el Informe de la OCDE *Product Market Regulation in OECD Countries*, de abril de 2005, o el Informe de la Comisión alemana de Desregulación *Marktöffnung und Wettbewerb*, del año 1991. En esta línea, véanse también, a título de ejemplo, M. A. EISNER, J. WORSHAM y E. RINGQUIST (2000), *Contemporary Regulatory Policy*, London, Lynne Rienner, págs. 5 y ss.; y A. BORRMANN y J. FINSINGER (1999), *Markt und Regulierung*, München, Vahlen, págs. 8 y ss.

regulación, busca su anclaje en el análisis de la organización y las formas de actuación administrativa<sup>27</sup>. En este proceso de depuración conceptual puede distinguirse, a su vez, a los partidarios de un concepto estricto de regulación y a los que se decantan por un concepto amplio<sup>28</sup>.

La regulación en sentido estricto permite identificar las medidas específicas de intervención administrativa en la economía, articuladas principalmente para cohonestar los efectos de la liberalización de los mercados con el interés general, y que incluyen la articulación de nuevas fórmulas de supervisión de los mercados tendentes a asegurar la libre competencia<sup>29</sup> y la garantía de prestación de ciertos servicios. Estas aproximaciones contrastan con la noción de regulación en sentido amplio, que ha sido defendida en Alemania principalmente a raíz del debate sobre la reforma del Derecho administrativo, como concepto comprensivo de las diversas formas de intervención estatal para el cumplimiento de fines públicos<sup>30</sup>. En esta concepción amplia, se entiende por regulación la influencia estatal en los procesos sociales, mediante instrumentos jurídicos, programada para la consecución de una

<sup>27</sup> En Alemania, véase, por todos, M. EIFERT (2008), «Regulierungsstrategien», en W. HOFFMANN-RIEM, E. SCHMIDT-ARMANN y A. VORKUHLE (Eds.), *Grundlagen des Verwaltungsrechts*, Band I, München, Beck, págs. 1075 y ss. En España, S. MUÑOZ MACHADO (2009), «Fundamentos e instrumentos jurídicos de la regulación económica»; y J. ESTEVE PARDO (2009), «El encuadre de la regulación de la economía en la sistemática del Derecho Público», ambos en S. MUÑOZ MACHADO y J. ESTEVE PARDO (Dir.), *Fundamentos e instituciones de la regulación*, Madrid, Iustel.

<sup>28</sup> Sobre la convivencia de estas dos concepciones en Alemania, véase M. M. DARNACULLETA I GARDELLA (2009a), «La recepción y desarrollo de los conceptos y fórmulas de regulación. El debate en la República Federal Alemana», en S. MUÑOZ MACHADO y J. ESTEVE PARDO (Dir.), *Fundamentos e instituciones...*, op. cit., págs. 349 y ss.

<sup>29</sup> En esta línea se encuentran, entre otros, C. BERRINGER (2004), *Regulierung als Erscheinungsform der Wirtschaftsaufsicht*, München, Beck, págs. 94 y ss.; K. KÖNIG y A. BENZ (Eds.) (1997), *Privatisierung und staatliche Regulierung*, Baden-Baden, Nomos; J. MASING (2003), «Grundstrukturen eines Regulierungsverwaltungsrechts», *Die Verwaltung*, 36, págs. 1 y ss.; P. SCHNEIDER (1999), *Liberalisierung der Stromwirtschaft durch regulative Marktorganisation*, Baden-Baden, Nomos, pág. 37; y J. KÜHLING (2004), *Sektorspezifische Regulierung in den Netzwirtschaften, Typologie – Wirtschafts-verwaltungsrecht – Verfassungsrecht*, München, Beck, pág. 58. Esta interpretación es, asimismo, la que goza de mayor aceptación en España, como expone, entre otros, J. ESTEVE PARDO (2009: 387).

<sup>30</sup> Esta aproximación refleja la postura mantenida, entre otros, por M. EIFERT (2008: 1075); F. SCHORKOPF (2008), «Regulierung nach den Grundsätzen des Rechtsstaats», *Juristenzeitung*, 20, págs. 26 y ss.; A. VORKUHLE (2003), «Beteiligung Privater an der Wahrnehmung öffentlicher Aufgaben und staatlicher Verantwortung», *Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer (VVDStRL)*, 62, pág. 304.

Para comprender la vinculación de esta noción al proyecto de reforma del Derecho administrativo, véanse W. HOFFMANN-RIEM (1996), «Öffentliches Recht und Privatrecht als wechselseitige Auffangordnungen – Systematisierung und Entwicklungsperspektiven», en W. HOFFMANN-RIEM y E. SCHMIDT-ARMANN (Eds.), *Öffentliches Recht und Privatrecht als wechselseitige Auffangordnungen. Schriften zur Reform des Verwaltungsrechts*, Band III, Baden-Baden, págs. 261 y ss.; y E. SCHMIDT-ARMANN (1993), «Zur Reform des Allgemeinen Verwaltungsrechts», en W. HOFFMANN-RIEM, E. SCHMIDT-ARMANN y G. F. SCHUPPERT (Eds.), *Reform des Allgemeinen Verwaltungsrechts. Grundfragen*, Baden-Baden, Nomos, págs. 43 y ss.

finalidad específica de ordenación<sup>31</sup>. Este concepto permite sistematizar las diversas formas de actuación administrativa<sup>32</sup> en una paleta que va desde la actividad administrativa de ordenación —que se identifica normalmente con la actuación administrativa de carácter imperativo basada en la imposición de reglas de conducta y de sanciones, a través de actos administrativos y reglamentos— hasta las más novedosas técnicas de autorregulación regulada<sup>33</sup>.

Pues bien, cuando nos referimos a la regulación de la actividad financiera, el marco conceptual expuesto se ve superado. La regulación de los mercados financieros no se corresponde con el concepto de regulación en sentido estricto<sup>34</sup>, pero tampoco encuentra su encaje en el concepto amplio expuesto con anterioridad<sup>35</sup>. Es más, desborda incluso el uso habitual de este término en las Ciencias Económicas y en la doctrina anglosajona, por cuanto supera el marco de oposición entre el mercado y el Estado en el que el mismo se gesta<sup>36</sup>.

<sup>31</sup> M. EIFERT (2008: 1080).

<sup>32</sup> Dicha función de sistematización se advierte necesaria cuando se constata que las nuevas fórmulas de actuación estatal desbordan por completo el marco tradicional de los clásicos instrumentos de actuación administrativa. Esto es, cuando se constata que el Estado ensaya nuevas estrategias reguladoras para compensar el creciente aumento de sus funciones y responsabilidades, en un contexto de decreciente eficacia de los instrumentos tradicionales de actuación estatal. D. GRIMM (Ed.) (1990), *Wachsende Staatsaufgaben, sinkende Steuerungsfähigkeit des Rechts*, Baden-Baden, Nomos.

<sup>33</sup> La clasificación jurídico-administrativa de las estrategias de regulación estatal en una escala, que incluye la regulación y la autorregulación regulada, y que se detiene en la autorregulación, se atribuye principalmente al profesor W. HOFFMANN-RIEM (1996: 300). Sobre este tema son referencias básicas U. DI FABIO y M. SCHMITT-PREUSS (1997), «Verwaltung und Verwaltungsrecht zwischen gesellschaftlicher Selbstregulierung und staatlicher Steuerung», *VVDStRL*, 56, págs. 235 y ss.; los diversos trabajos publicados en la revista *Die Verwaltung*, 4, 2000, que recogen las ponencias presentadas en el Seminario de celebración del 60 aniversario del profesor Wolfgang HOFFMANN-RIEM, bajo el título «Regulierte Selbstregulierung als Steuerungskonzept des Gewährleistungsstaates: Ergebnisse des Symposiums aus Anlass des 60. Geburtstages von Wolfgang Hoffmann-Riem [am 24./25. März 2000 in Hamburg]»; y A. C. THOMA (2008), *Regulierte Selbstregulierung in Ordnungsverwaltungsrecht*, Berlin, Duncker & Humblot. En España, véanse J. ESTEVE PARDO (2002), *Autorregulación. Génesis y efectos*, Pamplona, Aranzadi; M. M. DARNACULLETA I GARDELLA (2005), *Derecho Público y autorregulación: la autorregulación regulada*, Madrid/Barcelona, Marcial Pons; y M. M. DARNACULLETA I GARDELLA (2009b), «La autorregulación y sus fórmulas como instrumentos de regulación de la economía», en S. MUÑOZ MACHADO y J. ESTEVE PARD (Dir.), *Fundamentos e instituciones...*, *op. cit.*, págs. 631 y ss.

<sup>34</sup> La regulación de los mercados financieros, incluso si se equipara esta expresión a la supervisión que ejercen las autoridades reguladoras, no tiene como función principal fomentar la libre competencia, como ocurre en los denominados «sectores regulados», en sentido estricto. Sobre ello, véanse los argumentos expuestos por H. C. RÖHL (2009: 1015-1016).

<sup>35</sup> La regulación de los mercados financieros desborda el marco estatal en el que dicho concepto ha sido acuñado, impidiendo identificar la «influencia estatal» a la que se refiere la doctrina alemana en la función de ordenación del sector financiero. En este punto topamos con uno de los aspectos clave de la formación del Derecho administrativo global, sobre el que volveremos más adelante: a saber, el relativo al papel del Estado en la ordenación de las relaciones administrativas internacionales.

<sup>36</sup> Un intento de clarificación sobre las correlaciones tradicionales entre regulación y Estado, por un lado, y autorregulación y mercado, por otro, así como la superación actual de

La regulación de los sectores afectados por la globalización —el sector financiero sin lugar a dudas, pero también un creciente número de sectores que alcanza una parte relevante del denominado Derecho administrativo especial— se ve afectada por una transformación de sus contenidos y, también, de forma principal, de los sujetos que determinan tales contenidos y de las técnicas que utilizan.

Los contenidos de la reglamentación no sólo provienen ya de la voz de los legisladores y de los gobiernos, sino que son gestados en el seno de organizaciones sectoriales de ámbito global, integradas por representantes nacionales de administraciones independientes o compuestas exclusivamente por sujetos privados<sup>37</sup>.

Algunas de las técnicas de regulación se caracterizan, entre otras cuestiones, por la pérdida de su carácter imperativo, así como por la progresiva incorporación de fórmulas de intervención paccionadas, basadas en la cooperación y la participación de los destinatarios de la regulación. Estas características, propias del denominado *soft law*, están presentes en la producción normativa internacional, mediante la elaboración de estándares o normas no vinculantes, acuerdos o pactos de caballeros y otros instrumentos de diversa naturaleza<sup>38</sup>.

Estas transformaciones invitan a reflexionar sobre el concepto de regulación y sobre la posibilidad de que éste sea capaz de trascender los contenidos y la naturaleza pública o privada de los sujetos que intervienen en ella, para centrarse en los instrumentos y los fines. En el caso de los mercados financieros, la regulación debe permitir identificar los estándares, las normas y los controles necesarios para garanti-

---

esta dualidad, puede verse en M. M. DARNACULLETA I GARDELLA (2009b: 631). Ello no obstante, a diferencia de lo sostenido *supra*, incluso la doctrina alemana considera que, en el caso concreto de los mercados financieros, el uso de la terminología anglosajona es pertinente. H. C. RÖHL (2009: 1016).

<sup>37</sup> Utilizando los términos empleados por B. KINGSBURY, N. KRISCH y R. STEWART (2005: 27), este tipo de estructuras de regulación y gobierno global se caracterizan por el establecimiento de «sistemas transnacionales de regulación o de “cooperación regulatoria” que incluyen un elenco de supuestos de carácter horizontal o vertical a través de tratados internacionales y redes intergubernamentales de cooperación más informales», que desplazan «muchas decisiones regulatorias del nivel nacional al nivel global (...)». «Asimismo, es cada vez más importante la regulación por órganos privados internacionales que establecen estándares y por organizaciones híbridas público-privadas que pueden incluir, entre otros, representantes de empresas, ONG's, gobiernos nacionales, y organizaciones intergubernamentales».

<sup>38</sup> Es el caso, por ejemplo, de los acuerdos gestados en el seno de la Unión de Berna o del Acuerdo sobre directrices en materia de crédito a la exportación con apoyo oficial de la OCDE, que informan la regulación en materia de créditos y seguros de crédito a la exportación. Sobre el particular, *vid.* M. A. SALVADOR ARMENDÁRIZ (2008), *La cobertura pública en el seguro de crédito a la exportación en España: cuestiones jurídico-públicas*, Madrid, Fundación Mapfre, pág. 79. Sobre estos instrumentos, J. K. LEVIT (2005), «A bottom-up approach to international law-making: the tale of three trade finance instruments», *Yale Journal International Law*, 30, págs. 125-210; y D. SARMIENTO (2008), *El soft law administrativo. Un estudio de los efectos jurídicos de las normas no vinculantes de la administración*, Madrid, Thomson-Civitas.

zar una adecuada gestión de los riesgos financieros y un nivel suficiente de protección de los consumidores, así como mantener la confianza de los inversores<sup>39</sup>.

### 3. *La estabilidad del sistema financiero como fin de la regulación*

Las consideraciones precedentes permiten sostener, sin lugar a dudas, que la regulación, el control y la supervisión de los mercados financieros son ámbitos propios del Derecho público, en la medida que inciden en aspectos relevantes de la soberanía nacional, vinculados al control monetario<sup>40</sup>, y tienen por finalidad garantizar la estabilidad y la confianza en el mercado<sup>41</sup>.

Si algo caracteriza a la actividad financiera como actividad económica es el hecho de que en su conjunto todo su funcionamiento descansa sobre la premisa de la confianza: confianza de los depositantes de ahorro en las entidades bancarias de que, llegado el caso, éstas poseen fondos en cantidad suficiente como para devolver dichos ahorros; confianza de los asegurados en que, en caso de siniestro, la empresa aseguradora se hará cargo de la indemnización en las condiciones establecidas en el contrato de seguro, así como la de aquellos que habiendo participado en fondos de pensiones esperan en su momento cobrar las cantidades comprometidas; confianza, también, de los inversores en los mercados bursátiles y de valores en que las cotizaciones de los títulos representan correctamente el valor de las empresas que cotizan; confianza, en definitiva, en el papel arbitral que los diferentes regímenes han encomendado a las instituciones supervisoras de cada uno de los subsistemas.

Este elemento frágil que es la confianza del público en el correcto funcionamiento del sistema se refuerza mediante medidas legales y administrativas y, complementariamente, mediante sistemas de ges-

<sup>39</sup> La elaboración de un concepto de regulación válido para las actividades globalizadas desborda con mucho los objetivos de este trabajo. Sin embargo, intuimos que debe ponerse el acento en todo tipo de instrumentos, vinculantes o no, que tengan por finalidad la protección de los intereses generales —y en particular la protección de la confianza— y la gestión de riesgos —como técnica sustitutoria de los instrumentos y los fines tradicionales de la policía administrativa—.

<sup>40</sup> A. VAN AAKEN (2007: 223). Entre nosotros, S. MARTÍN-RETORTILLO (1991: 93).

<sup>41</sup> Coincidimos con la doctrina mayoritaria en sostener que las funciones principales de la regulación de la actividad financiera son la garantía de un sistema financiero íntegro y estable, y la protección de la confianza de los clientes de las entidades bancarias, los asegurados y los inversores de los mercados bursátiles. Por todos, véanse S. AUGSBERG (2003), *Rechtsetzung zwischen Staat und Gesellschaft. Möglichkeiten differenzierter Steuerung des Kapitalmarktes*, Berlin, Duncker & Humblot, págs. 38 y ss; y S. KÜMPEL (2003), *Bank- und Kapitalmarktrecht*, Köln, Dr. Otto-Schmidt, págs. 191 y ss. También, S. MARTÍN-RETORTILLO (1991: 136) y B. BELANDO GARIN (2004), *La protección pública del inversor en el mercado de valores*, Madrid, Thomson-Civitas.

ción de los riesgos, que inciden fundamentalmente en tres cuestiones: las garantías patrimoniales de los intermediarios financieros —que nos remiten a los requisitos relativos a la solvencia—; la garantía personal —de idoneidad, honorabilidad y profesionalidad— de los individuos que participan en estas actividades; y, finalmente, las garantías organizativas y de funcionamiento de las empresas y operadores.

Las normas estatales que regulan el sistema financiero establecen, como es sobradamente conocido, diversos mecanismos jurídicos para lograr estos fines. En un «mercado nacional», corresponde al Estado garantizar la confianza. En expresión del Derecho público sectorial, la estabilidad del sistema financiero —entendida como protección de la confianza— se ha configurado como el principal título público de intervención estatal en la actividad financiera. Junto a este título, el control monetario —en particular en el caso de los bancos— y la protección de los consumidores y usuarios han sido los motivos que han determinado tradicionalmente su regulación desde el Derecho público.

Frente a esta realidad, la globalización de los mercados financieros obliga a plantearse si esta finalidad pública, la estabilidad del sistema financiero, es posible alcanzarla exclusivamente mediante instrumentos jurídico-públicos de Derecho interno, incluso si son suficientes los mecanismos de Derecho europeo.

Una traslación automática de los conceptos e instituciones tradicionales a la nueva realidad global nos debería llevar a la conclusión de que corresponde también a los Estados, a través de los instrumentos vinculantes del Derecho internacional público, la satisfacción de esta finalidad. La realidad, sin embargo, como podrá verse en los epígrafes siguientes, lejos de confirmar esta conclusión, nos conduce a reparar en el protagonismo de sujetos no estatales y de instrumentos de Derecho privado en la regulación de los sectores altamente globalizados. Aunque podría plantearse desde un punto de vista teórico la creación de una organización internacional de regulación de los mercados financieros, similar a la OMC, y creada por un tratado internacional, lo cierto es que la regulación de los riesgos financieros parece establecerse, por lo menos como tendencia, a través del Derecho administrativo transnacional o Derecho de cooperación administrativa (*Verwaltungskooperationsrecht*)<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> En general, sobre el Derecho administrativo transnacional, E. SCHMIDT-ARMANN (1996), «Verwaltungskooperation und Verwaltungskooperationsrecht in der Europäischen Gemeinschaft», *Europarecht*, págs. 270 y ss.; y C. TIETJE (2006), «Die Executive: Verwaltungshandeln im Kontext von Globalisierung und Internationalisierung», en J. DELBRÜCK y D. EINSELE (Dir.), *Wandel des Staates im Kontext europäischer und internationaler Integration*, Baden-Baden, págs. 53-70. En particular, sobre la aplicación concreta del Derecho transnacional en el ámbito de los mercados financieros, véanse C. TIETJE (2002), «Transnationale

A pesar del papel insustituible del *hard law* —interno, europeo e internacional— en la regulación de las actividades financieras<sup>43</sup>, se constata una proliferación extraordinaria del *soft law*, público y privado<sup>44</sup>, así como una clara sectorialización de la regulación, en la que participan activamente tanto los sujetos regulados como las autoridades nacionales de regulación.

Esta sectorialización de la regulación es, simultáneamente, origen y consecuencia de la dificultad para encontrar una fórmula global de garantía del bien común, así como de la especialización técnica de la actividad financiera. En lo que se refiere a la primera consideración es necesario señalar que los intereses que persigue la regulación de la actividad financiera —la estabilidad del sistema financiero—, si bien son claramente intereses públicos, no siempre ni necesariamente se alinean con el interés general. Esta afirmación se pone claramente de manifiesto en momentos como el actual, en el que los requisitos exigidos por la prudencia bancaria pudieran retardar la salida de la crisis económica.

### III. LAS LIMITACIONES DE LOS SISTEMAS JURÍDICOS NACIONAL Y EUROPEO PARA ABORDAR LA REGULACIÓN DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA

La principal dificultad que presenta la regulación del sistema financiero global radica en las limitaciones territoriales del ámbito de aplicación del Derecho, nacional o europeo, frente al carácter global de la actividad financiera y de los riesgos que ello genera. Las normas jurídicas, y las administraciones públicas encargadas de su ejecución, tienen un ámbito de actuación territorialmente delimitado, que se ve desbordado por la realidad sobre la que debe operar. Este desajuste entre las normas y los sujetos destinatarios de las mismas no se circunscribe, sin embargo, a los límites territoriales mencionados, sino que se extiende también a la fragmentación del marco regulador y de las entidades de regulación frente al carácter sistémico del obje-

---

Wirtschaftsrechts aus öffentlich-rechtlicher Perspektive», *Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft*, 101, págs. 404 y ss.; y G. R. D. UNDERHILL (1991), «Markets Beyond Politics? The State and the Internationalisation of Financial Markets», *European Journal of Political Research*, 19, págs. 197 y ss.

<sup>43</sup> *Vid.*, en este sentido, C. GOODHART *et al.* (1998), *Financial regulation: why, how, and where now?*, Londres, Routledge, pág. 69.

<sup>44</sup> Sobre el *soft law* público y privado, véanse D. SARMIENTO (2008) y, del mismo autor (2006), «La autoridad del Derecho y la naturaleza del *soft law*», *Cuadernos de Derecho Público*, 28, págs. 221-266.

to regulado. En este sentido es necesario observar que, tradicionalmente, la regulación de la actividad financiera no ha tomado en cuenta el carácter sistémico de la misma, caracterizándose por su carácter fragmentado.

La regulación de la actividad financiera en España y en la Unión Europea se ha hecho tradicionalmente por subsistemas o sectores: banca, seguros y mercado de valores, principalmente. Sin embargo, la globalización ha cambiado la realidad de las empresas y operadores del sistema financiero<sup>45</sup>: en primer lugar, porque cada vez son más las empresas financieras que ofrecen a sus clientes todo tipo de servicios financieros, superando la tradicional distinción de negocio<sup>46</sup>; en segundo lugar, porque la extensión del modelo de banca de origen anglosajón de «originar para distribuir», que explica en parte la crisis financiera de las *subprime*, ha borrado en la práctica la asunción de riesgos específicos, tradicionalmente vinculada a cada sector.

Frente a ello, las estructuras de supervisión existentes hasta el momento, tanto en la Unión Europea como en los Estados miembros, responden aún hoy, en la mayoría de los casos, a esa visión fragmentada de la actividad financiera<sup>47</sup>. Esta circunstancia dificulta el control y la supervisión de este nuevo tipo de intermediario o «conglomerado» financiero que, a título de ejemplo, puede ser un banco, que ofrece seguros y también participación en fondos de inversión o de pensiones. Esta situación puede afectar al riesgo crediticio comprometido por los operadores y necesariamente exige medidas de supervisión adecuadas.

<sup>45</sup> Una prueba de la globalización y del carácter sistémico de la actividad financiera son las ayudas públicas recibidas por la aseguradora AIG en septiembre de 2008, cuando, tras la caída de *Lehman Brothers*, el Gobierno norteamericano decide intervenir en su sistema bancario. El contagio sistémico de la crisis alcanzó a este gran asegurador, que fue también rescatado, al margen del sector de actividad. El papel de los seguros de cobertura de *rating* en el funcionamiento de la crisis *subprime* está en el origen de esta medida.

<sup>46</sup> En la actualidad nos encontramos con grandes «supermercados» de servicios financieros, que concurren en el mismo mercado ofreciendo productos financieros de todo tipo. Sobre ello, véase el comentario al artículo 1 de la Ley de supervisión de los servicios financieros (§ 1 *FinDAG*, *Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz*), a cargo de K. H. BOOS, R. FISCHER y H. SCHULTE-MATTLER (2008: 27).

<sup>47</sup> Significativamente, algunos países se han replanteado esta situación. Cabe citar aquí el caso del Reino Unido, que ha optado por crear la FSA (*Financial Services Authority*). Vid. R. LASTRA (2006), *Legal foundations of international monetary stability*, Oxford, Oxford University Press. Por su parte, Alemania ha conseguido una cierta unidad organizativa con la creación de una única Administración institucional de supervisión de los mercados financieros —la Administración federal para la supervisión de los servicios financieros—, la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin)*, que sustituye a las antiguas organizaciones de supervisión bancaria, de seguros y de los mercados de valores y que fue creada en 2002 por la Ley de supervisión de los servicios financieros —*Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz)*—, de 22 de abril de 2002 (*BGBL.*, I, 2002, pág. 1310).



Así se explica que la crisis financiera haya obligado a la UE a poner en marcha los cambios necesarios en su arquitectura institucional para afrontar el fenómeno del riesgo sistémico<sup>48</sup>.

De otra parte y como se ha señalado, la globalización, entendida desde su perspectiva estrictamente económica, da cuenta de la existencia de operadores financieros (bancos, empresas de seguros o de reaseguros, empresas y fondos de inversión) con presencia en cualquier lugar del planeta, ya sea mediante la adquisición de intermediarios locales o mediante la apertura de sucursales, de agencias u oficinas de representación en el extranjero, ya sea operando desde plataformas abiertas a todo el mundo como la City de Londres. Sin embargo, los supervisores siguen siendo nacionales<sup>49</sup>.

Los demandantes de servicios financieros cuentan hoy verdaderamente con un mercado sin fronteras, más abierto cuanto mayor es el poder económico del demandante y, quizá, más cerrado cuando quien pretende acceder es un pequeño cliente o una PYME<sup>50</sup>. Frente a esta situación compleja en la oferta y globalizada, las normas jurídicas aplicables y las entidades de supervisión siguen siendo principalmen-

---

<sup>48</sup> Ésta es la razón que explica la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, vinculada al Banco Central Europeo y cuyas funciones están dirigidas a identificar, alertar y controlar el riesgo sistémico mediante métodos de supervisión macroprudencial. En este sentido, *vid.* la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a la supervisión macroprudencial comunitaria del sistema financiero, por el que se crea la Junta Europea de Riesgo Sistémico [COM (2009) 499 final]; y la propuesta de decisión del Consejo por la que se confía al Banco Central Europeo una serie de cometidos específicos en relación con el funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico [COM (2009) 500 final]. Sobre la nueva arquitectura institucional europea, *vid.* J. C. FERNÁNDEZ ROZAS (2010a), «Hacia un sistema europeo consolidado de supervisión financiera en la Unión Europea, diario *La Ley*, 7373.

<sup>49</sup> En el ámbito europeo, el ya citado como Informe *De Larosière*, de 25 de febrero de 2009, proponía cambios institucionales en el seno de la Unión Europea para dar respuesta a este problema. El 23 de septiembre de 2009, la Comisión Europea adoptó su programa legislativo de reforma, que, junto con la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, prevé tres propuestas de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por las que se prevén crear, respectivamente, una Autoridad Bancaria Europea, una Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y una Autoridad Europea de Valores y Mercados. *vid.* COM (2009) 501 final, COM (2009) 502 final y COM (2009) 503 final. La existencia de estas tres nuevas instituciones no alterará en principio el papel supervisor de los entes de regulación nacionales, aunque facilitará su coordinación. A nivel internacional destacan las iniciativas en el seno del G-20 y del FMI, en particular el impulso, a partir de abril de 2009, del *Financial Stability Board* (FSB) como sucesor del *Financial Stability Forum*. Sobre el papel del FMI y también del FSB, *vid.* R. BERMEJO y R. GARCÍANDÍA (2009), «El Fondo Monetario Internacional ante la crisis financiera actual», *Revista Electrónica de Estudios Internacionales*, 17, en especial págs. 25 y ss. También, J. C. FERNÁNDEZ ROZAS (2010b), «Gobernanza y supervisión de los mercados financieros internacionales tras la crisis de 2008», *El Cronista del Estado Social y Democrático de Derecho*, 11, págs. 26-35.

<sup>50</sup> Así se pone de manifiesto, en relación con las PYMEs, en el estudio sobre acceso al seguro de crédito a la exportación realizado por K. F. ALSEM, J. ANFUJEW, K. R. E. HUIZINGH, R. H. KONING, E. STERKE y M. WOLTL (2003), *Inasegurability of export credit risks*, publicado en SOM Reserch Report 03F07 (disponible en <http://ideas.repec.org/p/dgr/rugsom/03f07.html>).

te de carácter nacional —en el mejor de los casos comunitario, en el caso de los países de la Unión Europea, que han logrado un alto grado de integración— y, además, como se ha señalado antes, fragmentado.

Al tiempo en que se dan estos dos fenómenos —variedad de la oferta de servicios financieros y globalización de la actividad financiera—, y como ocurre con otras realidades que han sido objeto de la globalización, los riesgos aumentan<sup>51</sup>.

En este sentido, es importante señalar que los mercados financieros constituyen el prototipo de un sector altamente técnico y cambiante, en el que en los últimos años se ha producido un fenómeno de fuerte innovación en los productos financieros. El control y supervisión de este tipo de actividades y productos por parte de los poderes públicos que tienen encomendada esa función no ha estado —y la crisis *subprime* norteamericana es prueba de ello— en todo momento a la altura de las circunstancias. Las características del riesgo sistémico asociado a la actividad crediticia obligan a reflexionar sobre la conveniencia e incluso la necesidad de implantar sistemas de gestión del riesgo que, debido al déficit de conocimiento de las instituciones estatales, superan la capacidad de actuación de las autoridades reguladoras tradicionales.

De entre los riesgos vinculados a la actividad financiera, en particular a la de intermediación bancaria, el más característico es el riesgo de que la confianza —ese elemento frágil que, como el cristal, no se ve pero existe— se rompa. La ruptura de la confianza lleva consigo —cuando se generaliza— el conocido como «riesgo sistémico», que se puede producir a resultas del «efecto pánico» y del «efecto dominó», efectos que no conocen de fronteras geográficas. Por otra parte, conviene recordar que el riesgo sistémico que pende sobre el funcionamiento del sistema financiero tiene consecuencias devastadoras sobre la economía real y, en última instancia, sobre el nivel de vida y bienestar de los ciudadanos. Desde el ya viejo *crack* de la Bolsa de Nueva York a la actual crisis financiera internacional, la realidad no hace sino mostrarnos los efectos de esta afirmación, cuyo estudio y análisis dejamos a los expertos en la materia.

El diagnóstico no puede ser otro: la regulación fragmentada y la supervisión nacional de una realidad que se comporta globalmente aumentan los riesgos y dificultan la protección de la confianza, elemen-

---

<sup>51</sup> En este sentido son interesantes las reflexiones que proponen M. BRUNNERMEIR, A. CROCKET, C. GOODHART, A. D. PERSAUD y H. SHIN (2009), *The Fundamental Principles of financial regulation*, Ginebra, International Center for Monetary and Banking Studies, tanto cuando analizan la naturaleza del riesgo sistémico (págs. 11 y ss.) como cuando, con sentido crítico, plantean los límites de la regulación financiera (págs. 59-65).

to esencial del funcionamiento del sistema financiero. Una afirmación que la crisis financiera ha puesto, si cabe, más en evidencia<sup>52</sup>.

#### IV. LAS RESPUESTAS PROVENIENTES DEL PROPIO SECTOR FINANCIERO Y DE LOS ACTORES DE LA GLOBALIZACIÓN

Para gestionar el riesgo financiero y garantizar la confianza podrían plantearse, de forma ideal, múltiples alternativas<sup>53</sup>. En las páginas que siguen vamos a intentar recoger, sin embargo, solamente algunas de las soluciones vigentes, siendo conscientes de su carácter cambiante y, por tanto, de la provisionalidad de las conclusiones que pudiesen extraerse de ellas. Por el momento son visibles tres vías distintas de solución a las necesidades de regulación de las actividades financieras: la autorregulación de los profesionales vinculados al sector financiero; la cooperación transnacional, a nivel europeo y a nivel internacional, de las autoridades nacionales de supervisión; y la creación de administraciones internacionales para resolver concretos problemas, como el blanqueo de dinero, que son agudizados por el carácter global de la actividad financiera<sup>54</sup>.

##### 1. *La autorregulación de los profesionales vinculados al sector financiero*

La autorregulación profesional ofrece, por lo menos, tres manifestaciones relevantes para la regulación global de la actividad financiera: la actividad de calificación, las técnicas de gobierno corporativo y la elaboración y aplicación voluntaria de estándares privados.

---

<sup>52</sup> Así se señala en el Informe *De Larosière*. En el ámbito internacional son muchas las reflexiones que vienen haciéndose. Por su vinculación con algunos de los protagonistas de la crisis, puede verse el documento de trabajo, elaborado en el contexto del G-20, *Causes of the crisis: key lessons*, G20 Workshop on the Global Economy, India, mayo 2009, accesible a través de [http://www.g20.org/Documents/g20\\_workshop\\_causes\\_of\\_the\\_crisis.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_workshop_causes_of_the_crisis.pdf).

<sup>53</sup> Así podría defenderse desde la innecesaridad de regulación internacional —apelando a la capacidad de autorregulación de los mercados— hasta la creación de una instancia reguladora internacional mediante un tratado internacional. Sobre estas alternativas, y las respuestas ofrecidas por las ciencias políticas en contra de esta última alternativa, véase A. VAN AAKEN (2007: 222-226). Abogando por un término medio, puede mencionarse la reciente propuesta de D. DE FIGUEIREDO MOREIRA NETO (2009), «Crisis y regulación de los mercados financieros. La autorregulación regulada, ¿una respuesta posible?», núm. 180 de esta REVISTA, págs. 17 y 18.

<sup>54</sup> Para obtener una visión general sobre la regulación de nuestro sistema financiero puede verse A. SANZ SERRANO (2002), «¿Quién regula el sistema financiero internacional? Foros y normas», *Información Comercial Española*, 801, págs. 145-164.

### A) *La actividad de calificación*

Debido a las dificultades que ofrece el riesgo vinculado a la actividad crediticia, el propio sistema financiero ha desarrollado ciertos mecanismos de autoprotección. En este sentido, por ejemplo, destaca la función que el sistema financiero asigna a la evaluación del riesgo que llevan a cabo empresas y agencias especializadas en la calificación o *rating* de empresas, proyectos empresariales o países destinatarios de las inversiones. Se trata de una función instrumental de la actividad financiera que da respuesta eficiente a los costes asociados a la información, elemento fundamental para la toma de decisiones racionales en materia de financiación<sup>55</sup>. Aunque de nuevo, y en última instancia, es la confianza que los operadores depositan en la correcta calificación que este tipo de agencias llevan a cabo la que sostiene su credibilidad y sobre la que se construyen muchas de las operaciones de financiación. La actividad de las agencias de calificación crediticias se presenta también con un funcionamiento global, operando prácticamente en cualquier lugar del planeta, a pesar de prestarse en un mercado con marcado carácter oligopolista<sup>56</sup>.

Es cierto que los acontecimientos que han rodeado el estallido de la crisis financiera han mostrado algunas de las carencias de este sistema (recuérdese que sólo dos días antes de su quiebra la calificación crediticia de *Lehman Brothers* era la máxima que se podía otorgar). Sin embargo, al parecer, ni el equilibrio de fuerzas en este sector de las agencias de calificación ni el papel y la credibilidad que, en general, los mercados les siguen otorgando se han visto alterados.

<sup>55</sup> La actividad de calificación crediticia ha sido una actividad escasamente regulada hasta hace poco. El papel ineficiente de las agencias de *rating* en la crisis actual ha provocado que las instituciones políticas y financieras se replanteen esta situación. Una reflexión crítica puede verse en M. BRUNNERMEIR, A. CROCKET, C. GOODHART, A. D. PERSAUD y H. SHIN (2009: 46). En este contexto hay que interpretar la novedad que supone a nivel comunitario el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, sobre las agencias de calificación crediticia (DOUE L 302/01, de 17.11.2009). Entre nosotros, *vid.* el comentario de A. TAPIA HERMIDA (2009), «El Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de *Rating*)», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 116, págs. 306-312. En la misma línea, T. SCHMITZ-LIPPERT y A. SCHNEIDER (2005), «Die qualitative Aufsicht der Zukunft: ein weiterer Schritt», *Die Wirtschaftsprüfung*, págs. 1353 y ss.

<sup>56</sup> Hasta fechas recientes, la actividad de estas agencias ha estado regulada por normas y controles privados de calidad. En general, sobre las agencias de calificación, *vid.*, por todos, en extenso el estudio de A. J. TAPIA HERMIDA (2005a), «La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las Agencias de Calificación en los mercados de capitales», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 100, págs. 9-70, así como A. J. TAPIA HERMIDA (2005b), «Código de fundamentos de conducta para las Agencias de Calificación Crediticia», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 100, págs. 209-224.

## B) *Las técnicas de gobierno corporativo*

Los agentes que operan en la actividad financiera ofrecen otro tipo de respuesta interesante, común por otro lado con la reflexión más general dentro del buen gobierno empresarial, a las necesidades de regulación en este ámbito, como son las propuestas de buen gobierno corporativo y los *compliance programs*<sup>57</sup>. En general, se trata de introducir mecanismos organizativos y procedimentales en el seno de las empresas con el objetivo de gestionar los riesgos que genera su actividad. La configuración concreta de tales mecanismos se deja normalmente en manos de las propias empresas, que aprueban voluntariamente normas y códigos de conducta, y sistemas internos de control de su cumplimiento, basados en la autorregulación<sup>58</sup>. El sistema de autorregulación puro, basado en la práctica anglosajona, se ha trasladado a España y Alemania en forma de obligaciones concretas que deben cumplir las empresas<sup>59</sup>, siendo una manifestación más de la «autorregulación regulada» como técnica indirecta de regulación<sup>60</sup>. Cierta-

<sup>57</sup> El reforzamiento de los departamentos de cumplimiento normativo —o de *compliance*— es una realidad en el día a día de las entidades financieras, tanto como resultado de la reflexión de buen gobierno como de las exigencias de la densidad del Derecho público aplicable al sector. Sobre esta cuestión, *vid.* B. BELANDO GARIN (2004) y A. DE LA MATA MUÑOZ (2009), «La función de cumplimiento normativo en el ámbito de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión: de Basilea II a MiFID y su transposición en España. El reconocimiento legislativo de una realidad práctica», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 113, págs. 145-169.

<sup>58</sup> C. BUMKE (2008), «Kapitalmarktregulierung. Eine Untersuchung über Konzeption und Dogmatik des Regulierungsverwaltungsrechts», *Die Verwaltung*, 2, pág. 251.

<sup>59</sup> En España, las empresas que cotizan en bolsa deben dotarse de estos programas, en forma de códigos y reglamentos internos de conducta, e informar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre su cumplimiento. En este sentido hay que entender la obligación de elaborar un informe anual de gobierno corporativo —con indicación precisa de qué información ha de contener—, establecida por la Disp. Ad. 2.ª de la Ley 26/2003, de 17 de julio, que ha modificado tanto la Ley del Mercado de Valores como el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. En Alemania, parecidas obligaciones pueden encontrarse también en el ámbito de los mercados de valores y de la supervisión bancaria. Para más detalles, véanse, respectivamente, R. VEIL (2008), «Compliance - Organisationen in Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zeitalter der MiFID», *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, págs. 1053 y ss.; y D. WEBER-REY (2008), «Gesellschafts- und aufsichtsrechtliche Herausforderungen an die Unternehmensorganisation: aktuelle Entwicklungen im Bereich Corporate Governance, Compliance und Risikomanagement», *Die Aktiengesellschaft*, págs. 345 y ss.

Este sistema va a extenderse también al ámbito de los seguros en toda Europa, en aplicación de la Directiva Solvencia II, que obliga a las empresas aseguradoras a dotarse de un sistema de *Governance* eficaz. J. BÜRKLE (2007), «Die rechtliche Dimension von Solvency II», *Versicherungsrecht*, págs. 1595 y ss.; y M. WANDT (2007), «Solvency II: Wird die Aufsicht zum "Mitunternehmer"?», *Versicherungswirtschaft*, págs. 473 y ss.

<sup>60</sup> M. M. DARNACULLETA I GARDELLA (2005: 138) y M. M. DARNACULLETA I GARDELLA (2008), «Autorregulación, sanciones administrativas y sanciones disciplinarias», en L. ARROYO JIMÉNEZ y A. NIETO MARTÍN (Dirs.), *Autorregulación y sanciones*, Madrid, Lex Nova. Mención ex-

mente, esta obligación se extiende a los operadores del sistema financiero en la medida en que participan en los mercados de valores<sup>61</sup>.

### C) *La estandarización privada*

Finalmente, es necesario señalar que las necesidades de ordenación y armonización global se resuelven en buena medida por parte de los propios actores que interactúan en este espacio. Los profesionales y las entidades privadas que operan en el sector financiero juegan un papel fundamental en la función de normalización o estandarización, asumiendo voluntariamente el cumplimiento de reglas tendentes a minimizar los riesgos que genera su actividad.

Como muestra de ello puede destacarse la general aceptación y aplicación voluntaria de las normas contables aprobadas por la *International Accounting Standards Board* (IASB)<sup>62</sup>. La IASB es una organización internacional, compuesta por entidades privadas, encargada de establecer las normas y estándares de contabilidad para el sector. Esta organización, creada en 2001, es la sucesora del *International Accounting Standards Committee*, constituido en Londres el año 1973 por profesionales contables. Las normas técnico-contables elaboradas por este organismo —las *International Financial Reporting Standards*, IFRS, o Normas Internacionales de Contabilidad, NIC, conocidas como NIIF, Normas Internacionales de Información Financiera—, aunque carecían de fuerza jurídica vinculante, venían siendo utilizadas por las grandes empresas multinacionales en todo el mundo<sup>63</sup>. Esta circunstancia ha ejercido una influencia muy notable en el proceso de elaboración de las normas contables de numerosos países y, en particular, ha condicionado definitivamente la regulación contable en la Unión

---

presa a la «autorregulación regulada» en el sector financiero es la que plantea D. DE FIGUEIREDO MOREIRA NETO (2009: 9-19).

<sup>61</sup> En este contexto hay que situar la reflexión sobre los sistemas de remuneración de los consejeros de las empresas cotizadas que, en el ámbito comunitario, ha recogido el Libro Verde sobre *El gobierno corporativo en las entidades financieras y las políticas de remuneración* [COM (2010) 285 final].

<sup>62</sup> Sobre esta organización, véase M. DE VELLIS (2008a), «International Accounting Standard Setting and the IASC Foundation. Constitutional Review», en S. CASSESE *et al.* (Eds.), *Global Administrative Law...*, *op. cit.*, págs. 9 y ss.

<sup>63</sup> Una interesante exposición sobre los antecedentes de esta organización, así como su creación, a imagen y semejanza de las organizaciones privadas de normalización contable en EE.UU., puede verse en W. MATTLI y T. BUTHE (2009), «Global private governance: lessons from a national model of setting standards in accounting», consultado en <http://law.duke.edu/journals/lcp>. Para una aproximación inicial al papel del IASB, *vid.* C. SANZ SANTOLARIA (2003), «Armonización contable internacional de carácter profesional: el IASB», *Acciones e Investigaciones Sociales*, 17, págs. 97-107.

Europea, y por ende en los Estados miembros, que, como veremos, han terminado configurándolas en normas jurídicas<sup>64</sup>.

Otra expresión llamativa de la autorregulación en este ámbito es la Unión de Berna, creada en 1934, de la que forman parte las empresas dedicadas a la modalidad del seguro de crédito a la exportación y entre las que se cuenta una parte importante de las empresas públicas nacionales que ofrecen este servicio con apoyo público, pero también otras empresas privadas que participan en este peculiar mercado<sup>65</sup>. Los participantes son directamente los operadores en la actividad, si bien los Estados se encuentran indirectamente representados a través de sus ECAs, que es como se denomina en el sector a las entidades especializadas en el seguro de crédito a la exportación con apoyo público. En el seno de la Unión de Berna se adoptan soluciones —criterios para determinar las primas, condiciones de cobertura del seguro, etc.— que inspiran, en última instancia, las normas ordenadoras europeas y nacionales del seguro de la exportación.

## 2. *La cooperación transnacional de las autoridades nacionales de supervisión*

Sin perjuicio de la importancia de las organizaciones internacionales privadas citadas en la estandarización internacional, la armonización de las normas aplicables al sector financiero viene principalmente de la mano de las denominadas «redes transnacionales de carácter horizontal»<sup>66</sup>. Una parte muy relevante de la regulación de los mercados financieros procede de los estándares que aprueban los organismos, más o menos informales, creados con la finalidad de facilitar la cooperación transnacional de las autoridades nacionales de supervisión de los mercados financieros.

Quizá el más conocido de estos organismos es el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, creado en 1974 por los gobernadores de

---

<sup>64</sup> P. INWINK y B. SCHÜLE (2006), «Internationale Rechnungslegungsstandards im Wandel der EU-Rechtssetzungsverfahren», *Recht der Internationalen Wirtschaft*, págs. 807 y ss. Entre nosotros, véase F. J. SÁNCHEZ CALERO (2002), «Alcance de la aprobación del Reglamento Comunitario de aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad a las Sociedades Cotizadas», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 86, págs. 141-158. Por los expertos en contabilidad se analizan también las consecuencias y particularidades de la recepción comunitaria de las normas del IASB; así, por ejemplo, M. B. GINER INCHAUSTI (2003), «Algunas claves sobre la contabilidad europea: el nuevo proceso regulador y las nuevas normas», *Estabilidad Financiera*, 5, págs. 53-78.

<sup>65</sup> Véase <http://www.berneunion.org.uk/>. Sobre el particular, M. A. SALVADOR ARMENDÁRIZ (2008: 85 y ss.).

<sup>66</sup> Seguimos en este punto la terminología esbozada por B. KINGSBURY, N. KRISCH y R. STEWART (2005: 6) y que es seguida, a su vez, entre otros, por S. CASSESE *et al.* (2008).

los bancos centrales de los países del Grupo de los Diez (G-10). Actualmente está compuesto por representantes de los bancos centrales de 13 países (Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Luxemburgo, Países Bajos, España, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos). A sus reuniones plenarias asisten también las autoridades nacionales de supervisión bancaria (en los casos en los que esta actividad no recae en el banco central correspondiente), la Comisión de la Unión Europea y el Banco Central Europeo<sup>67</sup>.

A pesar de su composición, el Comité no posee ninguna autoridad formal de supervisión. Su función consiste en elaborar recomendaciones y estándares que faciliten la armonización de los criterios de supervisión ejercida por las autoridades nacionales<sup>68</sup>. Sin embargo, las normas aprobadas por este Comité no se limitan a armonizar los procedimientos de actuación de las autoridades de supervisión, sino que constituyen, a su vez, verdaderos proyectos normativos, que son adoptados posteriormente, como veremos más adelante, por los legisladores comunitario y estatal. Al margen de esta recepción, los principios y recomendaciones aprobados por este Comité no poseen carácter vinculante, ni siquiera para los Estados representados en el mismo. Sin embargo, la autoridad técnica de sus decisiones y el carácter paccionado de las mismas facilitan la incorporación nacional por parte de las autoridades estatales correspondientes<sup>69</sup>. En esta línea, puede destacarse que los estándares aprobados hasta ahora por el Comité de Basilea han sido adoptados como «buenas prácticas» por otros países que no están representados en el mismo. Esta estrategia es fomentada también por el Comité, mediante el establecimiento de contactos con autoridades de supervisión, principalmente en los mercados de Europa del Este. La estandarización cumple así un doble cometido, puesto que implica la generación de normas y, al mismo tiempo, permite armonizar a nivel internacional su ejecución<sup>70</sup>.

<sup>67</sup> Sobre la evolución histórica y la composición de este Comité puede consultarse el documento «Basel Committee on Banking Supervision. History of the Basel Committee and its Membership», 2006, disponible en <http://www.bis.org/bcbs/history.pdf>.

<sup>68</sup> Sobre este Comité y su papel en la adopción de estándares internacionales, véanse A. VAN AAKEN (2007: 227-229); M. S. BARR y G. P. MILLER (2006), «Global Administrative Law: The View from Basel», *European Journal of International Law*, 1, págs. 15-46; C. MÖLLERS (2005a), «Transnationale Behördenkooperation. Verfassungs- und Völkerrechtliche Probleme transnationaler administrative Standardsetzung», *Zeitschrift für Ausländisches Öffentliches Recht und Völkerrecht*, 65, págs. 351-389; C. OHLER (2007: 260 y ss.); y M. SAVINO (2008), «An Unaccountable Transgovernmental Branch: The Basel Committee», en S. CASSESE *et al.* (Eds.), *Global Administrative Law...*, págs. 65 y ss.

<sup>69</sup> C. MÖLLERS (2005a: 358) y F. C. ZEITLER (2001), «Internationale Entwicklungslinien der Bankenaufsicht», *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, pág. 1400.

<sup>70</sup> A. SCHÄDLE (2007), *Exekutive Normsetzung in der Finanzmarktaufsicht. Ein Rechtsvergleich der deutschen und britischen Regelungen*, Baden-Baden, Nomos.



El Comité de Basilea ha realizado una importante actividad de armonización de los principios relativos a la supervisión bancaria<sup>71</sup> y ha aprobado tres acuerdos básicos: el «Acuerdo de Capitales», aprobado en 1988 y conocido como «Basilea I», que tenía como finalidad que el sistema bancario operase con un capital adecuado a los riesgos asumidos; el «Nuevo Acuerdo de Capital», conocido como «Basilea II», que pone el acento en la mejora de los sistemas de gestión y evaluación de los riesgos, mejorando la información al mercado y estableciendo unos requerimientos mínimos de capital<sup>72</sup>, y el Acuerdo adoptado en septiembre de 2010 y conocido como Basilea III, donde se modifican los requerimientos de capital con vistas a reforzar la solvencia de las entidades y se añaden otros nuevos para garantizar su liquidez.

De forma paralela al Comité de Basilea, en el ámbito de los seguros cabe señalar la existencia de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (*International Association of Insurance Supervisors, IAIS*). Se trata de una asociación de Derecho privado que fue creada en 1994 y que integra a autoridades de supervisión de más de 120 países. Desde el año 1999 se acepta la participación en sus reuniones de asociaciones profesionales e industriales de seguros<sup>73</sup>. Los acuerdos de la IAIS —el más reciente, conocido como Solvencia II— desempeñan en el mundo del seguro un papel similar al de los acuerdos de Basilea en el caso de los bancos.

Para otro importante sector vinculado a los mercados financieros, el ámbito del mercado de valores, cabe citar el papel de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, más conocida como IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*)<sup>74</sup>. Esta organización fue creada en 1983 y está integrada por las autoridades de supervisión de los mercados de valores de los 95 países que poseen la condición de miembros ordinarios. Además, forman parte también de esta entidad las autoridades de supervisión de nueve países asociados, así como diversas instituciones afiliadas, entre las que se cuentan diversos mercados organizados. La IOSCO tiene por finalidad el desarrollo

<sup>71</sup> Estos principios fueron publicados en el año 2001 en un compendio consistente en tres volúmenes, cuyo contenido puede consultarse en <http://www.bis.org/publ/bcbsc.001.html>.

<sup>72</sup> Véase Basel Committee on Banking Supervision, «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework», I y II, 2005, disponibles en <http://www.bis.org/publ/bcbs118a.pdf> y <http://www.bis.org/publ/bcbs118b.pdf>.

<sup>73</sup> Los Estatutos de la IAIS pueden consultarse en [http://www.iaisweb.org/\\_temp/Bylaws\\_2005\\_edition.pdf](http://www.iaisweb.org/_temp/Bylaws_2005_edition.pdf). Sobre esta organización, véanse también H. MÜLLER (2002), *Die Rolle der Versicherungsaufsicht im internationalen Versicherungsmarkt*, Karlsruhe, Versicherungswirtschaft, págs. 12 y ss.; y K. HOHLFELD (2002), «Auf dem Weg zu weltweiten Grundsätzen und Standards der Versicherungsaufsicht», *Versicherungswirtschaft*, pág. 6.

<sup>74</sup> Sobre esta organización puede consultarse la página web <http://www.iosco.org>.

de la cooperación internacional entre supervisores y la armonización de las regulaciones. Debido a sus dimensiones, su principal tarea reside en la recogida e intercambio de información<sup>75</sup>.

La IOSCO, la IAIS y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea están considerados como las principales instituciones en el diseño y supervisión del orden financiero mundial. Bajo los auspicios de estas tres instituciones se creó en 1996 el *Joint Forum on Financial Conglomerates (Joint Forum)*, con el objetivo de hacer frente a cuestiones comunes para la banca, los mercados de valores y los seguros, incluyendo la regulación de los conglomerados financieros. Este organismo está formado por expertos de cada una de las autoridades de supervisión de bancos, seguros y mercados de valores de sus 13 países miembros (Australia, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Francia, Alemania, Italia, Japón, Holanda, España, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos)<sup>76</sup>.

Las organizaciones transnacionales citadas, a pesar de ser las más importantes, no agotan la relación de redes de colaboración transnacional vinculadas a la regulación de los mercados financieros. Sólo a título indicativo cabría citar también, entre otros, el *Financial Stability Board (FSB)*<sup>77</sup>, el *Committee on Payment and Settlement System (CPSS)*<sup>78</sup> o el *Committee on the Global Financial System (CGFS)*<sup>79</sup>.

Otra modalidad de «red transnacional» es el Acuerdo sobre créditos a la exportación con apoyo público, adoptado en el seno de la OCDE desde 1978. En dicho Acuerdo participan los Estados —algunos, no todos— miembros de la OCDE. Aunque los acuerdos logrados en materia de apoyo público a los créditos a la exportación no alcanzan la categoría de convenio o tratado internacional —se califican de «acuerdo de caballeros»—, su contenido limita también las normas y las políticas que los Estados ponen en marcha en materia de crédito a sus exportaciones<sup>80</sup>.

---

<sup>75</sup> A. VAN AAKEN (2007: 229), C. MÖLLERS (2005a: 358) y C. OHLER (2007: 261).

<sup>76</sup> Véase Joint Forum, «Supervision of Financial Conglomerates», 1999, disponible en <http://www.bis.org/publ/bcbs47.htm>.

<sup>77</sup> <http://www.financialstabilityboard.org>. El FSB fue creado en abril de 2009 en el seno del G20 y sustituye al *Financial Stability Forum*, y en él participan tanto instituciones públicas como privadas. Sobre el particular, *vid.* R. BERMEJO y R. GARCÍANDÍA (2009: 22).

<sup>78</sup> <http://www.bis.org/cpss/index.htm>.

<sup>79</sup> <http://www.bis.org/cgfs/index.htm>.

<sup>80</sup> [http://www.oecd.org/department/0,3355,en\\_2649\\_34171\\_1\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/department/0,3355,en_2649_34171_1_1_1_1_1,00.html).

### 3. *La creación de administraciones internacionales*

Aunque la autorregulación privada y la cooperación transnacional de entidades de supervisión tienen un claro protagonismo en las técnicas de regulación global de la actividad financiera, también podemos encontrar en este ámbito, excepcionalmente y para resolver problemas concretos, administraciones internacionales en sentido estricto —esto es, organizaciones internacionales intergubernamentales creadas por un convenio internacional—<sup>81</sup>. Esta solución se ha previsto, en concreto, para afrontar otro de los fenómenos propios de nuestro tiempo, fruto también de la globalización en el ámbito de la actividad financiera, como es el de los flujos financieros provenientes de las actividades ilícitas que buscan entrar en los circuitos financieros legales.

Como es sobradamente conocido, la globalización incide en la extensión de las actividades ilícitas (que tampoco conocen de fronteras), como ocurre en el caso del tráfico ilegal de armas, de drogas o de personas, o en el de la corrupción, cuyo volumen aumenta de modo alarmante. Al tiempo que se incrementan dichas actividades ilícitas aumenta en la misma medida el flujo de recursos financieros susceptibles de acceder a los canales lícitos del sistema financiero.

En la última década, el control del blanqueo de capitales provenientes de actividades delictivas se ha convertido en un problema añadido a los ya tradicionales de la regulación del sistema financiero, agravado a partir del atentado contra las Torres Gemelas de Nueva York y la constatación en ese momento de la vinculación entre terrorismo organizado y blanqueo de dinero. En este caso, no es tanto la estabilidad del sistema financiero la que está en juego, sino el bien jurídico superior en todos los órdenes de la lucha contra la delincuencia, que ahora hace uso espurio del sistema financiero.

La preocupación por resolver el problema del lavado de dinero en las instituciones financieras y el sistema bancario, llevó a los jefes de Estado o de Gobierno de los países más industrializados (G-7) a proponer la creación de un organismo intergubernamental de carácter multidisciplinario encargado de elaborar y promover medidas para combatir el blanqueo de capitales. Fue así como en la reunión que celebraron los líderes del G7 y el presidente de la Comisión Europea en París, los días 14 a 16 de julio de 1989, se creó el «Grupo de Acción Financiera

---

<sup>81</sup> Nos remitimos de nuevo a la clasificación ofrecida por B. KINGSBURY, N. KRISCH y R. B. STEWART (2005: 6).

Internacional sobre el Blanqueo de Capitales» (GAFI). Esta organización, que puede ser considerada como una «administración internacional», en sentido estricto o formal, tiene por finalidad proponer medidas coordinadas y uniformes para afrontar el fenómeno del blanqueo de capitales<sup>82</sup>.

El GAFI está actualmente integrado por 26 países<sup>83</sup> y dos organismos internacionales<sup>84</sup>. Entre sus miembros se encuentran los principales centros financieros de Europa, América del Norte y Asia.

Este organismo reúne a expertos financieros de diversos países, que son los encargados de proponer las medidas que deben adoptar los países miembros. Entre tales medidas destaca el Informe de abril de 1990, que incorpora cuarenta Recomendaciones tendentes a articular un sistema internacional contra el blanqueo de capitales. No se trata, en este caso, de normas concretas o estándares de comportamiento, sino de principios de actuación destinados a los Estados miembros, que éstos deben aplicar de acuerdo con sus circunstancias particulares y su marco constitucional. La aplicación de las cuarenta Recomendaciones por parte de los países miembros se supervisa a través de un ejercicio anual de autoevaluación y de un proceso más complejo de evaluación mutua, por el cual cada país miembro está sujeto a un examen de otro sobre algún aspecto concreto relativo al ámbito de aplicación de las Recomendaciones<sup>85</sup>.

<sup>82</sup> Puede accederse a información del GAFI en [http://www.fatf-gafi.org/pages/0,2987,en\\_32250379\\_32235720\\_1\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.fatf-gafi.org/pages/0,2987,en_32250379_32235720_1_1_1_1_1,00.html). Entre nosotros puede consultarse J. M. ROLDÁN ALEGRE (2000), «La cooperación en materia de lucha contra el blanqueo a nivel internacional: el GAFI (Grupo de Acción Financiera Internacional)», *Estudios de Derecho Judicial* (ejemplar dedicado a «Prevención y represión del blanqueo de capitales»), 28, págs. 203-212. Más reciente, A. OLESTI RAYO (2008), «La actividad del grupo de acción financiera internacional contra el blanqueo de capitales y su incidencia en la Unión Europea», en F. ALDECOA LUZÁRRAGA (Coord.), *Los Tratados de Roma en su cincuenta aniversario: perspectivas desde la Asociación Española de Profesores de Derecho Internacional y Relaciones Internacionales*, Madrid/Barcelona, Marcial Pons, págs. 891-910.

<sup>83</sup> Los 26 países y gobiernos miembros del GAFI son Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Hong Kong, Irlanda, Islandia, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelanda, Reino de los Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Singapur, Suecia, Suiza y Turquía.

<sup>84</sup> Los dos organismos internacionales son la Comisión Europea y el Consejo de Cooperación del Golfo.

<sup>85</sup> Las conocidas como cuarenta Recomendaciones del GAFI, aprobadas en 1990, a las que posteriormente —en 2001— se sumaron otras nueve (las nueve Recomendaciones especiales sobre financiación de terrorismo), informan e impulsan las modificaciones normativas en esta materia. En el ámbito comunitario primero y en el nacional después, a través de los mecanismos de transposición de las correspondiente Directivas. Así se dice expresamente en la Exposición de Motivos de la reciente Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo: «las Recomendaciones del GAFI, aprobadas en 1990, pronto se convirtieron en el estándar internacional en la materia, constituyéndose en la inspiración directa de la Primera Directiva comunitaria», así como de las que posteriormente fueron aprobadas.

## V. LAS RESPUESTAS DEL LEGISLADOR EUROPEO Y EL ESTATAL

En el ámbito de la Unión Europea se ha producido, de modo paulatino, un proceso muy intenso de integración normativa en el sector financiero. En una primera fase, la integración, de la mano de la consecución de un auténtico mercado interior, tuvo lugar de modo sectorial; empezando por la armonización del sector bancario y del sector asegurador y seguida, más adelante, por la de la actividad de las empresas de servicios de inversión. Este proceso de integración se está intensificando en los últimos años de forma muy singular, a través de la instauración de organizaciones y procedimientos que se distinguen claramente de los instrumentos jurídicos articulados hasta el momento por la Unión Europea y que constituyen una respuesta específica al carácter internacional de los mercados financieros<sup>86</sup>.

### 1. *La instauración de organizaciones y procedimientos complejos de regulación*

Desde mayo de 1999 esa integración está teniendo una dimensión agregada, encabezada por el FSAP (*Financial Service Action Plan*) o PASF (Plan de Acción del Sistema Financiero). El PASF ha constituido un esfuerzo de análisis global de la situación de la actividad financiera. Inicialmente surge del trabajo de un grupo de expertos, que toma el nombre de su presidente, Barón Alexandre Lamfalussy<sup>87</sup>. El PASF plantea un método nuevo —sistémico— para abordar la regulación de la actividad del sistema financiero.

Se trata de un programa muy ambicioso en el que las instituciones comunitarias proponen objetivos, fijan cronogramas, organizan el conjunto de organismos o comités de asesoramiento —de composición mixta público-privada, en ocasiones— y diseñan nuevos instrumentos

---

<sup>86</sup> T. M. J. MÖLLERS (2008a), «Europäische Methoden- und Gesetzgebungslehre im Kapitalmarktrecht. Vollharmonisierung, Generalklauseln und *soft law* im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens als Mittel zur Etablierung von Standards», *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht*, 3, pág. 482.

<sup>87</sup> El Informe Lamfalussy, sobre la regulación de los mercados financieros europeos, de 15 de febrero de 2001, puede consultarse en la siguiente dirección electrónica: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final\\_report-wisemen\\_es.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final_report-wisemen_es.pdf). Sobre este instrumento de integración puede verse M. J. PEÑAS MOYANO (2002), «El plan de acción de servicios financieros (PASF) como instrumento de integración para la consecución del mercado financiero único», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 88, págs. 159-180. También, C. J. MOREIRO GONZÁLEZ (2004), «Comitología financiera: la consolidación del modelo Lamfalussy», *Revista General de Derecho Europeo*, 4.

jurídico-comunitarios para concretar al detalle el contenido de las normas comunitarias que surjan de este proceso, mediante las Directivas de segundo y tercer nivel<sup>88</sup>. En concreto, para acelerar y mejorar la ejecución del Derecho en el ámbito de los mercados financieros se ha instaurado un procedimiento complejo, de cuatro niveles, en el que adquieren un destacado protagonismo los Comités que actúan en representación de los Estados miembros y de los operadores del mercado —en concreto, el ESC (*European Securities Committee*)<sup>89</sup>, el EBC (*European Banking Committee*)<sup>90</sup>, el EIOPC (*European Insurance and Occupational Pensions Committee*)<sup>91</sup> y el CFC (*Committee on Financial Conglomerates*)<sup>92</sup>— y de las entidades nacionales de supervisión de los mercados de valores, las entidades bancarias y los seguros<sup>93</sup> —a saber, el CESR (*Committee of European Securities Regulators*)<sup>94</sup>, el CEBS (*Committee of European Banking Supervisors*)<sup>95</sup> y el CEIOPS (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*)<sup>96</sup>—.

<sup>88</sup> En Alemania se distingue entre el *EG-Primärrecht* («Derecho primario») o, en nuestra terminología, Derecho comunitario originario), el *EG-Sekundärrecht* («Derecho secundario», que se correspondería con el Derecho derivado) y el *Tertiärrecht* («Derecho terciario», que identificaría el nivel ejecutivo de la legislación comunitaria). C. MÖLLERS (2005b), «Tertiäre executive Rechtsetzung im Gemeinschaftsrecht», en E. SCHMIDT-ARMANN y B. SCHÖNDORF-HAUBOLD (Eds.), *Der Europäische Verwaltungsverbund*, Tübingen, Mohr Siebeck, pág. 293. Entre nosotros, J. A. FUENTEAJA PASTOR (2007), *La Administración europea. La ejecución europea del derecho y las políticas de la Unión*, Cizur Menor (Navarra), Thomson-Civitas, habla de la función ejecutiva de los «elementos no esenciales de una materia» (pág. 350).

<sup>89</sup> Decisión de la Comisión 2001/528/CE, de 6 de junio de 2001, por la que se establece el Comité Europeo de Valores (DO L 191, de 13.7.2001, pág. 45), modificada por la Decisión 2004/8/CE (DO L 3, de 7.1.2004, pág. 33).

<sup>90</sup> Decisión de la Comisión 2004/10/CE, de 5 de noviembre de 2003, por la que se crea el Comité Bancario Europeo (DO L 3, de 7.1.2004, pág. 36).

<sup>91</sup> Decisión de la Comisión 2004/9/CE, de 5 de noviembre de 2003, por la que se crea el Comité europeo de seguros y pensiones de jubilación (DO L 3, de 7.1.2004, pág. 34).

<sup>92</sup> Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero, y por la que se modifican las Directivas 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE y 93/22/CEE del Consejo, y las Directivas 98/78/CE y 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 35, de 11.2.2003, pág. 1). Sobre la supervisión de conglomerados financieros, *vid.* L. M. HINOJOSA MARTÍNEZ (2003), «La unificación de la supervisión prudencial de las entidades de crédito en la Unión Europea», *Revista Española de Derecho Europeo*, 5, págs. 91-122.

<sup>93</sup> A. KARPE, C. WEIDINGER y K. ZARTL (2007), «Die Integration der Finanzmärkte der EU – Die Rolle von CESR, CEBS y CEIOPS im Lamfalussy Prozess», *Zeitschrift für Finanzmarktrecht*, págs. 6 y ss.; K. U. SCHMOLKE (2005), «Der Lamfalussy-Prozess im Europäischen Kapitalmarktrecht – eine Zwischenbilanz», *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, págs. 912 y ss.

<sup>94</sup> Decisión de la Comisión 2001/527/CE, de 6 de junio de 2001, por la que se crea el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores (DO L 191, de 13.7.2001, pág. 43), modificada por la Decisión 2004/7/CE (DO L 3, de 7.1.2004, pág. 32).

<sup>95</sup> Decisión de la Comisión 2004/5/CE, de 5 de noviembre de 2003, por la que se crea el Comité de supervisores bancarios europeos (DO L 3, de 7.1.2004, pág. 28).

<sup>96</sup> Decisión de la Comisión 2004/6/CE, de 5 de noviembre de 2003, por la que se crea el Comité europeo de supervisores de seguros y de pensiones de jubilación (DO L 3, de 7.1.2004, pág. 30).

En el primer nivel se encuentran las decisiones fundamentales de los programas de regulación, que deben aprobarse por Directivas y Reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo, por el procedimiento de codecisión. En el segundo nivel se encuentra la legislación adoptada por la Comisión, con asistencia de los denominados «comités de nivel 2», integrados por representantes de los Estados miembros y los operadores de los mercados financieros —el ESC, el EBC, el EIOPC y el CFC—, y que tiene por finalidad adoptar las medidas técnicas de aplicación necesarias para la implantación de los principios acordados en el nivel 1<sup>97</sup>. Las cuestiones de aplicación técnica se deciden a través de recomendaciones, principios y estándares no vinculantes elaborados por los «comités del nivel 3» —el CESR, el CEBS y el CEIOPS—. Estas normas, de carácter voluntario, permiten una aplicación coherente del Derecho europeo y cumplen, asimismo, la función de mejorar la cooperación de las entidades nacionales de supervisión. Finalmente, en el «nivel 4» adquiere de nuevo protagonismo la Comisión, quien, junto con los Estados miembros, debe velar por la aplicación del Derecho europeo. Sigue funcionando plenamente, pues, la consideración formal de los Estados como agentes de ejecución del Derecho europeo, con la particularidad, sin embargo, que las entidades nacionales de supervisión han acordado previamente las normas aplicables a su actuación.

Gracias a este procedimiento, por primera vez desde el Derecho europeo la actividad financiera es analizada y regulada como lo que es, como un único sistema, al margen de las necesarias particularidades de cada uno de los subsistemas. La unificación del procedimiento de regulación podría verse fortalecida con una unificación de los organismos europeos de supervisión, si se sigue la propuesta, planteada desde instancias europeas, de instaurar unos «reguladores únicos», esto es, un regulador para banca, seguros y valores<sup>98</sup>. La actual crisis ha llevado a profundizar en la senda abierta por el PASF y por el método de trabajo y actuación en él propuesto. Muestra de ello son las propuestas del Informe *De Larosière*, de febrero de 2009, y el proceso abierto de nueva arquitectura de supervisión financiera diseñado a partir de dicho Informe<sup>99</sup>. Si finalmente sale adelante el modelo de supervisión proyec-

<sup>97</sup> K. U. SCHMOLKE (2006), «Die Einbeziehung des Komitologie-Verfahrens in den Lamfalussy-Prozess – Zur Forderung des Europäischen Parlaments nach mehr Entscheidungsteilhabe», *Zeitschrift für Europarecht*, págs. 432 y ss. También, C. J. MOREIRO GONZÁLEZ (2004).

<sup>98</sup> Esta opción tiene ya precedentes en la FSA británica (*Financial Services Authority*) y, más recientemente, en la BAFin alemana (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*). En el ámbito europeo, sin embargo, esta reflexión no se ha materializado todavía.

<sup>99</sup> El texto completo del Informe *De Larosière* puede consultarse en [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/statement\\_20090225\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf).

tado y recogido en el paquete de proyectos legislativos aprobados el 23 de septiembre de 2009, se contemplará, ahora sí, la actividad financiera como una realidad globalizada y el riesgo asociado a la misma como sistémico, al encomendarse la función de supervisión del riesgo sistémico a una nueva institución —la Junta Europea de Riesgo Sistémico<sup>100</sup>—. Es la que ya se conoce como «supervisión macroprudencial». Por otra parte, la «supervisión microprudencial» se quiere reforzar a nivel europeo mediante la creación de una red de supervisores financieros nacionales de carácter sectorial —banca, valores y seguros y fondos de pensión— que trabaje coordinadamente con las que serán nuevas Autoridades Europeas de Supervisión<sup>101</sup>

En todo caso, lo cierto es que la participación directa de las entidades financieras y de sus supervisores en el establecimiento de los contenidos normativos de la regulación y la supervisión de los mercados financieros facilita notablemente tanto su armonización internacional como su aplicación efectiva<sup>102</sup>. Con el procedimiento descrito se produce, pues, por un lado, una importante descarga de las funciones normativas del legislador europeo —y, por ende, también de los legisladores estatales— y, por otro lado, se mejora la eficacia de las funciones ejecutivas realizadas por las entidades de supervisión, gracias a la participación directa y al conocimiento experto que les pueden aportar los distintos comités.

---

A pesar de que en el momento de redactarse estas líneas la nueva arquitectura de supervisión todavía no ha sido aprobada definitivamente por las instituciones comunitarias, comienzan a aparecer publicaciones que, con carácter descriptivo, se hacen eco de las novedades propuestas. Así, M. N. GARCÍA SANTOS (2009), «El futuro de la arquitectura financiera en Europa: el Informe Larosière», *Cuadernos de Información Económica*, 210, págs. 59-65; L. FIELD y D. PÉREZ (2009), «El informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE: el informe Larosière», *Estabilidad Financiera*, 16, págs. 41-62; F. J. ARIZTEGUI (2009), *El futuro de la supervisión. Implementación del Informe Larosière*, Banco de España, Eurosistema ([www.bde.es](http://www.bde.es)). También se ha ocupado de las propuestas del Informe *De Larosière* A. BETANCOR (2009), *Mejorar la regulación. Una guía de razones y medios*, Madrid, Fundación Rafael del Pino, págs. 339-363.

<sup>100</sup> Está previsto que formen parte de la Junta Europea de Riesgo Sistémico representantes del BCE, de los bancos centrales nacionales, de las Autoridades Europeas de Supervisión y de los supervisores nacionales. Puede consultarse más información en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/committees/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm). Sobre la JERS puede verse A. SAINZ DE VICUÑA Y BARROSO (2009), *La nueva función de macro-supervisión. La Junta Europea de Riesgos Sistémicos*, que recoge su ponencia en las XXXI Jornadas organizadas por la Abogacía del Estado, sobre *La regulación de los mercados (II): ordenación bancaria*, en noviembre, y a la que puede accederse a través de la siguiente dirección: [http://www.mjusticia.es/cs/Satellite?c=OrgSubSeccion&cid=1078134455050&lang=es\\_es&menu\\_activo=1057821035219&p=1057821035219&pagename=Portal\\_del\\_ciudadano%2FOrgSubSeccion%2FTplSubSeccionOrganizacion](http://www.mjusticia.es/cs/Satellite?c=OrgSubSeccion&cid=1078134455050&lang=es_es&menu_activo=1057821035219&p=1057821035219&pagename=Portal_del_ciudadano%2FOrgSubSeccion%2FTplSubSeccionOrganizacion).

<sup>101</sup> Que serán el resultado de la transformación de los actuales Comités europeos sectoriales, citados en texto.

<sup>102</sup> En particular, véanse los argumentos expuestos por T. M. J. MÖLLERS (2008a: 504-506).



## 2. *La recepción jurídica de los estándares internacionales*

La articulación de procedimientos complejos como los descritos, basados en la comitología, así como el papel intermedio de los comités de tercer nivel —entre los supervisores nacionales y las organizaciones internacionales basadas en la cooperación de las autoridades nacionales de supervisión—, constituyen una puerta de entrada privilegiada para la recepción jurídica de los estándares internacionales. A ello también ayuda el prestigio de las organizaciones internacionales de estandarización, basado en el carácter experto de sus miembros y en la participación directa de los operadores de los mercados financieros. Por ello, junto con otras medidas complementarias, la principal respuesta de los legisladores comunitario y estatal a los retos de la globalización consiste en incorporar, pura y llanamente, los estándares internacionales a la legislación europea y a la nacional. La recepción jurídica de los estándares internacionales se explica, pues, por razones vinculadas a la globalización, pero también por el carácter complejo y por la especialización técnica que requiere la regulación de los mercados financieros.

La especialización y complejidad de la realidad sobre la que opera una determinada rama del Derecho exigen con carácter previo el conocimiento profundo de dicha realidad. En el caso del Derecho regulador del sistema financiero, y toda vez que dicho sistema se ha hecho más y más complejo como consecuencia de los hechos antes mencionados —internacionalización de su actividad y ruptura de las barreras de los negocios financieros tradicionales, entre otras cuestiones—, la información sobre el funcionamiento del sistema necesaria para diseñar un Derecho eficaz llega, como tantas veces, de abajo arriba. Son los operadores, o las organizaciones privadas en las que se asocian dichos operadores, los que poseen la visión completa de dicha realidad y los que, en consecuencia, están en mejores condiciones de conocer el tipo de Derecho, el marco jurídico necesario, para garantizar su buen funcionamiento. De tal modo que el Derecho puesto es fruto, en muchas ocasiones, de procesos de autorregulación que los poderes públicos hacen propios<sup>103</sup>.

El caso más llamativo de recepción jurídica de estándares privados en el sector financiero es el ofrecido por el proceso de elaboración de las normas europeas aplicables en materia contable. En particular, el Reglamento (CE) núm. 1606/2002 del Parlamento Europeo y del

---

<sup>103</sup> Es muy interesante la descripción y el análisis que, en esta línea, hace J. K. LEVIT (2005: 125-210).

Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de las normas internacionales de contabilidad, es la materialización formal de la decisión adoptada por la Unión Europea de ir a un modelo informativo de las cuentas anuales con alto grado de proximidad a las normas de la IASB<sup>104</sup>.

La circunstancia a subrayar es el hecho de que sea una asociación privada de contabilidad la que ha elaborado técnicamente las reglas contables que ahora, en virtud de Reglamento comunitario, se convierten en el Derecho vigente<sup>105</sup>. Se trata de un proceso de autorregulación que se incorpora al Derecho vigente en virtud de la decisión, de nuevo, del legislador europeo. Aparece también el elemento de internacionalización, muy marcado en el caso de las NIIF, en la medida en que uno de los objetivos pretendidos por el legislador comunitario era el de favorecer «la competitividad de los mercados de capitales de la Comunidad, lograr la convergencia de las normas utilizadas en Europa para elaborar los estados financieros, con unas normas internacionales de contabilidad que puedan utilizarse para las operaciones transfronterizas o la cotización en cualquier bolsa del mundo»<sup>106</sup>.

La recepción jurídica de los estándares internacionales se extiende también, obviamente, a los estándares elaborados por las organizaciones basadas en la cooperación transnacional de las entidades nacionales de supervisión antes citadas. Así, los requerimientos en materia de fondos propios o de solvencia en el caso de las entidades de crédito, que en la actualidad están establecidos en el ámbito europeo por las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE, no hacen sino recoger el llamado Acuerdo de Basilea II. Como se ha señalado *supra*, la crisis financiera ha provocado la reactivación de este mecanismo de «génesis» o impulso normativo con la aprobación del Acuerdo de Basilea III. Todo hace pensar que en breve se pondrán en marcha los mecanismos europeos con objeto de proponer las oportunas reformas normativas necesarias para dar lugar a la recepción europea de este Acuerdo.

Una situación semejante es el que ha tenido lugar en el ámbito de los seguros con la que se conoce como «Solvencia II». De nuevo se ha

<sup>104</sup> M. DE VELLIS (2008b), «Global Private Standards and Public Law: The EU Approach to Accounting Harmonization», en S. CASSESE *et al.* (Eds.), *Global Administrative Law...*, *op. cit.*, págs. 15 y ss. Entre nosotros, los análisis sobre el impacto de esta norma se han hecho sobre todo por los expertos en contabilidad. Así, B. GINER INCHAUSTI (2003: 53-78) destaca precisamente un cambio en el modelo regulador. Desde el Derecho, *vid.* F. J. SÁNCHEZ CALERO (2002: 141-158).

<sup>105</sup> S. AUGSBERG (2003: 218 y ss.) y H. KÖNDGEN (2006), «Privatisierung des Rechts. Private Governance zwischen Deregulierung und Rekonstitutionalisierung», *Archiv für die Zivilistische Praxis*, 206, págs. 491 y ss.

<sup>106</sup> Considerando 5 del Reglamento (CE) núm. 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, citado en texto. W. MATTLI y T. BÜTHE (2009: 244 y ss.).

seguido el método que permitió en su momento la puesta en marcha de Basilea II en el sector bancario para aprobar una Directiva europea que afectará al funcionamiento de la actividad aseguradora. La fase previa a la elaboración de un borrador o propuesta de Directiva por parte de la Comisión ha estado precedida por un «diálogo» abierto y público con los destinatarios de la medida. El procedimiento de comitología, que se ha ido consolidando en el seno de las instituciones comunitarias, se configura en el cauce para conocer la situación de los «regulados», de los destinatarios e interesados en las medidas que se van a aprobar, los cuales participan en el proceso de construcción de los proyectos de normas, directamente o a través de organizaciones representativas de sus intereses. Éste es el objetivo de la que se conoce como «Solvencia II», un proyecto que comparte con Basilea II la idea de profundizar en el análisis de los riesgos crediticios asociados a la actividad financiera concreta que desarrolla, en este caso la aseguradora, y en la búsqueda de mecanismos más apropiados para garantizar la solvencia de estas entidades. En última instancia, se trata de reforzar la confianza que el público deposita en las empresas de seguros<sup>107</sup>.

Otro ejemplo de recepción comunitaria de estándares internacionales es el caso del control del blanqueo de capitales. Como se ha señalado antes, el blanqueo de capitales no es un problema específico de estabilidad del sistema financiero —aunque pudiera llegar a serlo—, sino un problema de control de la delincuencia. No obstante, las entidades de crédito en particular, y en general el resto de operadores del sistema financiero, son sujetos cualificados en el caso de las normas de prevención y control del blanqueo de capitales.

En este caso, la Directiva 2005/60/CE, vigente en la materia, es la norma europea que recepciona las últimas recomendaciones propuestas por el GAFI<sup>108</sup>.

En suma, las recomendaciones, principios y estándares internacionales acaban incorporándose, mediante procedimientos más o menos complejos de recepción jurídica, a la legislación. Se constata que si

---

<sup>107</sup> El proyecto Solvencia II ha pasado ya del ámbito de la autorregulación a convertirse en auténtico *hard law*, toda vez que la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II), ha asumido como propios sus planteamientos para el Derecho comunitario.

<sup>108</sup> Novedades que se han transpuesto al Derecho español por la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo. Sobre el papel del GAFI, *vid.* D. ÁLVAREZ PASTOR y F. EGUIDAZU PALACIOS (1997), *La prevención del blanqueo de capitales*, Pamplona, Aranzadi, pág. 69. También señala la función internacional del GAFI y de sus recomendaciones I. BLANCO CORDERO (1997), *El delito de blanqueo de capitales*, Pamplona, Aranzadi, pág. 106.

bien este fenómeno no es completamente nuevo<sup>109</sup>, sí es, por lo menos, más intenso, y describe un proceso de determinación del contenido de la norma que poco tiene que ver con el concepto clásico de elaboración de la ley y el papel que tradicionalmente se asignaba al legislador<sup>110</sup>.

## VI. EL PAPEL DE LOS ESTÁNDARES INTERNACIONALES EN LA GÉNESIS Y LA EJECUCIÓN MATERIAL DEL DERECHO

Los estándares internacionales aprobados por las administraciones internacionales, las redes transnacionales de regulación o las entidades internacionales de autorregulación profesional se caracterizan por tener la consideración de *soft law*<sup>111</sup>. Se trata de normas —principios, recomendaciones o directrices<sup>112</sup>— que, en principio, no tienen carácter vinculante<sup>113</sup>. Sin embargo, estas normas son habitualmente se-

<sup>109</sup> Aunque con diferencias, existen otros sectores en los que, también por la intensidad de la internacionalización de la actividad, han aparecido fenómenos de «modulación» del Derecho interno a resultados de la existencia de acuerdos o reglas internacionales. Así lo explicaba, por ejemplo, J. PEMÁN GAVÍN en relación con la determinación del contenido del Derecho postal interno y de la tendencia a modularse por el Derecho postal internacional (pág. 147). En el caso del Derecho postal se da también la presencia de una entidad internacional —la Unión Postal Universal, nacida en 1864 como Unión General de Correos— que PEMÁN califica como «organización administrativa internacional», en la que participan, entre otros, las Administraciones postales nacionales (pág. 143). *Vid. Régimen jurídico del Servicio de Correos*, Madrid, INAP, 1983. Por su parte, PÉREZ OLEA afirmaba ya en 1960 cómo «una vez más la técnica venía a uniformizar las condiciones de la prestación de un servicio público, allanando así el camino para su generalización internacional», en «La Ordenanza Postal y las tarifas del sector de correos», núm. 32 de esta REVISTA, 1960, pág. 273. Para PÉREZ OLEA, «la técnica» no era otra que la aparición en 1840 en Gran Bretaña, y la generalización posterior, del «sello de franqueo», cuya invención se atribuye a Sir Rowland Hill.

Un excelente y completo estudio sobre el panorama de la estandarización internacional desde un punto de vista histórico puede consultarse en M. VEC (2006), *Recht und Normierung in der industriellen Revolution. Neue Strukturen der Normsetzung in Völkerrecht, staatlicher Gesetzgebung und gesellschaftlicher Selbstnormierung*, Frankfurt a. M., Klostermann.

<sup>110</sup> A. VAN AAKEN (2008), «Democracy in Times of Transnational Administrative Law: The Case of Financial Markets», en E. HARALD, K. LACHMAYER, G. RIBAROV y G. THALLINGER (Eds.), *Perspectives and limits of Democracy*, Baden-Baden, Nomos, págs. 41 y ss.

<sup>111</sup> Utiliza conscientemente esta expresión, entre otros, A. VAN AAKEN (2007: 219).

<sup>112</sup> Diversos autores utilizan indistintamente los términos «principios», «recomendaciones», «mejores prácticas» o «directrices» para referirse a los estándares internacionales. El *Financial Stability Forum* (FSF) utiliza la locución estándares internacionales como término comprensivo de los anteriores, definiéndolos como sigue: «Standards set out what are widely accepted as good principles, practices, or guidelines in a given area» (*Financial Stability Forum*, «What are Standards?», 2006, [http://fsforum.org/compendium/what\\_are\\_standards.html](http://fsforum.org/compendium/what_are_standards.html)).

<sup>113</sup> Este dato ha sido destacado de forma unánime por la doctrina en relación con la estandarización o normalización técnica. Así, U. DI FABIO (1996), *Produktharmonisierung durch Normung und Selbstüberwachung*, Köln/Berlin/Bonn/München, Heymann; H. C. RÖHL (2007a), *Akkreditierung und Zertifizierung im Produktsicherheitsrecht - Zur Entwicklung einer neuen Europäischen Verwaltungsstruktur*, Berlin, Springer; y M. TARRÉS VIVES (2003), *Normas técnicas y ordenamiento jurídico*, Valencia, Tirant lo Blanch. Refiriéndose, en general, a todo tipo de

guidas por sus destinatarios, debido a la autoridad técnica de la que gozan las organizaciones que las aprueban<sup>114</sup>. Con independencia de ello, el marco regulador europeo y el nacional tienen como consecuencia, en un número ascendente de casos, la vinculatoriedad, jurídica o *de facto*, de los estándares internacionales<sup>115</sup>. Los estándares facilitan así la armonización internacional —y juegan, por tanto, un papel muy relevante en el programa político de organizaciones como la OMC o la OCDE, en la apertura y liberalización de los mercados—, pero también tienen un papel fundamental en la ejecución del Derecho y en la gestión de los riesgos vinculados a las actividades altamente globalizadas.

La producción normativa en la globalización tendría, en estos casos, una génesis internacional, protagonizada por la autorregulación y por las redes mixtas de regulación, que adquiere carácter jurídico únicamente a través del acto formal de recepción —y posterior transposición interna— o de remisión —directa o indirecta— por parte de los ordenamientos europeo y estatal. La estandarización internacional, observada desde la perspectiva de la génesis y la implementación de las normas, facilita enormemente la regulación de los sectores globalizados. La estandarización facilita, obviamente, la armonización de los contenidos a nivel internacional, pero tiene también la ventaja de que, debido a la composición de los organismos internacionales de estandarización, reduce la complejidad de la función legislativa —por cuanto los aspectos más complejos son resueltos por expertos en la materia— y facilita la ejecución de las normas jurídicas que recogen los estándares —puesto que el contenido de dichas normas ha sido previamente acordado por sus destinatarios—.

A pesar de la importancia de los estándares internacionales en la determinación del contenido de las normas jurídicas y en su ejecución, de acuerdo con los postulados del monismo jurídico, estas normas no forman parte del ordenamiento jurídico<sup>116</sup>. La convicción sobre el ca-

---

estándares internacionales, véase, por todos, H. C. RÖHL (2007b), «Internationale Standardsetzung», en C. MÖLLERS, A. VOSSKUHLLE Y C. WALTER, *Internationales Verwaltungsrecht*, *op. cit.*, págs. 319-345.

<sup>114</sup> Este aspecto fue tempranamente destacado por J. ESTEVE PARDO (1999).

<sup>115</sup> Esta vinculatoriedad se consigue, obviamente, mediante la incorporación directa de los estándares al ordenamiento jurídico, como ocurre en los ejemplos analizados en este trabajo. Sin embargo, existen otros mecanismos —cuyo análisis desborda con mucho nuestro objeto de estudio— a través de los cuales se consigue la aplicación efectiva de los estándares internacionales —en términos de eficacia jurídica— sin la necesidad de transformar estas normas en normas jurídicas —esto es, sin necesidad de convertirlas en normas válidas en un determinado ordenamiento jurídico—. *Vid.* M. M. DARNACULLETA I GARDELLA (2005).

<sup>116</sup> Ello no obstante, la sociología jurídica alemana ha realizado un interesante esfuerzo de integración de los estándares internacionales en la teoría general del Derecho, como pue-

rácter extrajurídico de los estándares ha venido acompañada de una lógica desatención de aspectos tales como la legitimación de quienes los elaboran, los procedimientos seguidos para su aprobación, o la responsabilidad por daños causados por las decisiones adoptadas con base en estas normas<sup>117</sup>. Las peculiares relaciones entre los estándares internacionales y los procedimientos de elaboración y ejecución del Derecho, articuladas a partir de procedimientos complejos como los analizados en este trabajo, han despertado finalmente, sin embargo, la atención de los juristas, que se cuestionan, con razón, la falta de legitimidad democrática de los nuevos procedimientos de gestación normativa y su eventual contradicción con los postulados del Estado de Derecho<sup>118</sup>. En el caso de que se consoliden este tipo de procedimientos complejos, deberían articularse mecanismos para compensar estos déficits con mayores dosis de transparencia, responsabilidad y participación, que parecen ser, asimismo, los elementos integrantes del nuevo Derecho administrativo global<sup>119</sup>.

## VII. CONCLUSIONES

La realidad sistémica de los mercados financieros y el alcance de la globalización de la actividad financiera imponen la necesidad de una regulación también sistémica (que tome en consideración todos los sectores) y global (que en sus contenidos y su control pueda ser armonizada). Son muchas las soluciones teóricas que podrían plantearse

---

de verse en K. RÖHL y H. C. RÖHL (2008), *Allgemeine Rechtslehre*, Köln, Carl Heymanns Verlag, págs. 522-530 y 553-560. Obviamente, el marcado carácter normativo de los estándares abre por completo las puertas a la revitalización del pluralismo jurídico, como se constata en el sugerente trabajo de G. TEUBNER (1996), «Globale Burkowina: Zur Emergenz eines transnationalen Rechtspluralismus», *Rechtshistorisches Journal*, 15, págs. 255 y ss.

<sup>117</sup> Vid. J. E. CANDELA CASTILLO (2005), «La buena gobernanza comprendida como integración de los principios de legitimidad, eficacia y justicia», *Revista Española de Derecho Europeo*, 14, págs. 179-211.

<sup>118</sup> Véanse al respecto las consideraciones de A. V. BOGDANDY (2005), «Parlamentarismus in Europa», *Archiv des Öffentlichen Rechts*, 130, págs. 445 y ss.; A. V. BOGDANDY (2003), «Demokratie, Globalisierung, Zukunft des Völkerrechts-eine Bestandaufnahme», *Zeitschrift für Ausländisches Öffentliches Recht und Völkerrecht*, 63, págs. 853 y ss.; C. MÖLLERS (2005a: 378 y ss.); A. VAN AAKEN (2007: 249 y ss.); y A. VAN AAKEN (2008: 45 y ss.). Ello no obstante, véanse las matizadas aportaciones de O. LEPSIUS (2007), «Standardsetzung und Legitimation», en C. MÖLLERS, A. VOSSKUHLE y C. WALTER, *Internationales Verwaltungsrecht...*, *op. cit.*, págs. 345-374.

<sup>119</sup> B. KINGSBURY, N. KRISCH y R. B. STEWART (2005: 28). La mejora de la transparencia en la recepción de los estándares internacionales en el ámbito financiero es reconocida, entre otros, por C. OHLER (2007: 269 y ss.) y H. C. RÖHL (2009: 1048). Ello no obstante, véase J. A. ESTÉVEZ ARAUJO (2008), «Que no te den Gobernanza por democracia», *Mientras Tanto*, 108-109, págs. 33-49.

para dar respuesta a esta necesidad. Desde una perspectiva estrictamente jurídica, ninguna solución ofrecería mayor seguridad que la existencia de un tratado internacional en el que se fijasen los fines de la regulación y se distribuyesen adecuadamente las competencias reguladoras entre las organizaciones internacionales correspondientes. Unas organizaciones, por lo demás, que, de acuerdo con nuestra tradición jurídica, deberían ser eminentemente públicas o participadas por representantes de las administraciones públicas.

El gobierno de la globalización, sin embargo, se caracteriza en la actualidad por su carácter marcadamente descentralizado; una descentralización que se refleja en una compleja distribución horizontal y vertical de las funciones de regulación. Se han descrito en este trabajo las líneas generales de la regulación de los mercados financieros, poniendo el acento en los procesos de génesis y ejecución de las normas del sector, y esta descripción confirma los datos apuntados. Desde un punto de vista horizontal, la regulación se caracteriza por la intensificación de la colaboración público-privada, mientras que desde una perspectiva vertical la regulación se caracteriza por la existencia de complejos mecanismos, ascendentes y descendentes, de colaboración entre organizaciones de diversos niveles territoriales de actuación.

Las consideraciones precedentes demuestran que en la regulación de los mercados financieros se concentran dos de las tendencias más relevantes del Derecho administrativo, a saber, por un lado, la europeización y la internacionalización de esta disciplina y, por otro lado, la apertura del Estado a las aportaciones del sector regulado —a la autorregulación, en suma—. La realidad descrita presenta, como se ha visto, problemas de muy difícil resolución y obliga a los juristas a mirar más allá del Derecho. Sin embargo, los problemas de la regulación de los sectores complejos y globalizados no pueden seguir dejándose únicamente en manos de las disciplinas que han monopolizado hasta ahora el debate sobre los problemas de la globalización<sup>120</sup>. La dogmática iuspublicista, en concreto, debe tomar seriamente en consideración los retos que plantean la internacionalización y la globalización del Derecho administrativo.

---

<sup>120</sup> En un sentido semejante se manifiesta J. ESTEVE PARDO cuando señala las concepciones y tendencias recientes que «en definitiva pretenden vincular el acierto de la decisión jurídica al acierto científico, ecológico, económico o tecnológico, según el sector de que se trate. Estas orientaciones se separan abiertamente de la que es propia y característica del derecho». Vid. J. ESTEVE PARDO (2009), *El desconcierto del Leviatán. Política y derecho ante las incertidumbres de la ciencia*, Madrid, Marcial Pons, pág. 153.

