

CRISIS Y EFICACIA DE LOS CONTROLES (1) SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS (*)

Reflexiones sobre los efectos de la crisis en la regulación del sistema financiero

Andrés RECALDE CASTELLS

«Some conservatives believe that the depression is the result of unwise government policies. I believe it is a market failure. ... We are learning from it that we need a more active and intelligent government to keep our model of a capitalist economy from running off the rails. The movement to deregulate the financial industry went too far by exaggerating the resilience –the self-healing powers– of laissez-fair capitalism»

POSNER, R.: *A Failure of Capitalism: The Crisis of '80s and the Descent into Depression*, Cambridge Mass. 2009, XII.

I. INTRODUCCIÓN

LA enorme crisis financiera desencadenada en el segundo semestre del año 2008 posee algunos elementos comunes con las que ya se llevan contabilizadas (y son muchas) en este joven siglo, pero también rasgos particulares. La respuesta al hundimiento de los mercados bursátiles y a las bancarrotas de enormes entidades financieras supuso un cambio radical respecto de los planteamientos e ideas generalizados tanto entre los economistas y juristas del mundo académico como en los

(*) Este trabajo se inserta en el Proyecto de investigación financiado por el Ministerio de Educación (SEJ 2007-68021/JURI).

principales estamentos de decisión (1). De este cambio es buena muestra la frase que precede este trabajo, escrita por un doctrinario que siempre desconfió de la regulación y que con contumacia depositaba su fe en la aptitud del mercado para salir por sí solo de las crisis y corregir sus fallos. Tal rectificación puede considerarse una estricta manifestación de honestidad intelectual frente a actitudes más conservadoras que aún niegan que haya que cambiar algo después de lo sucedido (2); otros, no necesariamente más escépticos con la generosidad del ser humano quizá entiendan este cambio de rumbo como la forma de situarse a rebufo de los nuevos vientos (3).

Las consecuencias de estos cambios en el campo de las ideas y de la política-jurídica son, aún, difíciles de predecir. No cabe duda, en todo caso, del interés que tienen desde el punto de vista de su incidencia sobre la ordenación de la economía, el mercado y las empresas. Sin embargo, aquí sólo se analizarán algunos aspectos puntuales relativos a la repercusión que pueden tener en la regulación de los mercados financieros.

II. ORIGEN Y CARACTERES DE LA CRISIS

Como expresamente admitió el presidente Obama en la cumbre del G-20 de Londres de abril de 2009, la crisis de la que tratamos nace en los EEUU (aunque de allí se extienda a otras partes) y en su origen es estrictamente una crisis financiera (aunque luego expanda sus efectos al conjunto de la economía). Una burbuja inmobiliaria, que duró varios años y que se manifestó en un importante aumento de los precios, se acompañaría de una política de las entidades de crédito, favorecida por los bajos tipos de interés, de concesión irreflexiva de préstamos hipotecarios a personas con discutible capacidad para hacer frente a esas deudas. Los beneficiarios de esos préstamos eran a veces particulares ansiosos por devenir propietarios de sus viviendas (4); en otras ocasiones se trataba de promotores o constructores de complejos vacacionales poco armoniosos con un urbanismo ordenado y sostenible; otras veces eran empresarios del sector inmobiliario que participaban en fusiones y compras de empresas apalancando sus adquisiciones.

Pero si algo caracterizó a la crisis estadounidense fue la pretensión de las entidades financieras de distribuir y, así, atenuar los inmensos riesgos crediticios que habían creado. La agrupación («empaquetamiento») de una amplia cartera de préstamos y su posterior traslado a empresas específicamente constituidas con ese fin

(1) NIGRO, «Crisi finanziaria, banche, derivati», *DBMF*, 1/2009, pp. 13 y ss.

(2) P. ej. aquellas a las que se refiere críticamente KRUGMAN, «Desastre y negación», *El País Negocios*, 20.1.2009, p. 22, de posiciones conservadoras que achacan la catástrofe financiera a gobiernos y burócratas, y no a los banqueros y agentes financieros que actuaron sin cortapisas.

(3) La misma ciencia económica cuestiona el presupuesto de que las decisiones del *homo oeconomicus* respondan siempre a una racionalidad económica que se entiende como la pretensión de satisfacer los intereses egoístas; en muchas de sus decisiones se invocan hoy motivos psicológicos irracionales (AKERLOF/SHILLER, *Animal Spirits*, 2009, trad. al español Barcelona, 2009). No obstante, contra el carácter «irracional» de esas decisiones psicológicas POSNER, *A Failure of Capitalism*, pp. 82 y ss.

(4) A aquella burbuja no sería ajeno el modelo cultural americano del «*may home is my castle*» y el pensamiento individualista y liberal, que justificó políticas dirigidas a facilitar la adquisición de la propiedad del domicilio (CLAUSSEN, «Wege aus der Finanzkrise», *DB* 19/2009, 999).

(*Special Purpose Vehicle, SPV*) permitía extraerlos de sus balances. Estas empresas, a su vez, colocaban en el mercado el paquete de créditos fragmentándolo (titulización) en valores (*Asset Backed Securities, ABS*) que representaban una cuota parte del paquete. Estudios económicos muestran que los fallidos entre los titulares de los préstamos hipotecarios abundaron significativamente en los lugares en que más se extendió el fenómeno de la titulización (5). Ésta, lejos de cumplir la función de cobertura de riesgos que se le había atribuido, terminó por incentivar el crecimiento de los riesgos y por reducir los controles sobre la solvencia de los prestatarios. Ello era previsible, pues cuando el prestamista que vende sus créditos no responde de la solvencia de los deudores, carece de estímulo alguno para controlar aquellos riesgos. Por eso, el Derecho bancario (en el contrato del descuento) o el cambiario (a través de la responsabilidad solidaria de todos los firmantes de una letra, *ex art. 57 LCCh*) (6) siempre vieron con recelo las cesiones de créditos en las que el cedente no aseguraba la solvencia del deudor cedido.

A través del efecto domino que causaron los impagos de los préstamos hipotecarios, la crisis se extendió en los EEUU a todos los mercados financieros. La excesiva sobreexposición de los bancos de inversión y de otras entidades a estos instrumentos y a otros productos derivados, así como la inadecuada valoración de los mismos y de sus emisoras por las agencias crediticias, terminaron por llevarles a graves desequilibrios en sus balances y, a veces, a situaciones de insolvencia, que vendrían seguidos de caídas en las bolsas y de una generalizada pérdida de confianza en los emisores y suscriptores de los valores titulizados. Esa desconfianza generaría recortes en la liquidez crediticia y, al final, la expansión de la crisis al conjunto de la economía con unas dimensiones desconocidas desde la de 1929. Pero nunca debe perderse de vista que esta crisis financiera tuvo una de sus principales causas en la titulización del riesgo de crédito (7).

Esta crisis tiene rasgos que coinciden con los de otras recientes. En el punto de mira de todas las que se han producido últimamente se sitúan los sistemas privados de control y la actitud de las entidades proveedoras de servicios de supervisión. La garantía de transparencia, la corrección de la contabilidad, la solvencia de las empresas, el cumplimiento de sus obligaciones legales o de otra naturaleza, se depositaron en unos *gatekeepers* de los que se esperaba, ante todo, independencia

(5) COFFEE, 2009, «What went wrong? An initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis», *J.Corp.L.St.*, April 2009, p. 15; COFFE/SALÉ, «Redesigning the SEC: Does the Treasury Have a Better Idea?», *Working Paper* núm. 342, November 2008, y en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1309776 p. 19, citando algunos estudios económicos de carácter empírico elaborados en la Universidad de Chicago.

(6) *Vid.* al respecto las posiciones no siempre coincidentes de ALONSO SOTO, «El pago de la letra de cambio», en MENÉNDEZ dir., *Derecho cambiario*, Madrid, 1986, pp. 610, 654; y OTERO LASTRES, «Reflexiones sobre la sociedad cambiaria», *AAMN*, XXIX, 1987, pp. 27 y ss. *Vid.* para las diferentes modalidades de titulización hipotecaria en los EEUU y para la regulación jurídica de la figura en España MADRID PARRA, «La titulización de créditos hipotecarios», *AAMN*, IL, 2009, pp. 89 y ss., quien, 112, considera que el diseño jurídico de la titulización no ha tenido que ver con la crisis financiera.

(7) ONADO, «La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori», *Banca, impresa, società*, 2009, XXVIII, 5, p. 12; MERUSI, «Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito», *BBTC*, 2009, pp. 253 y ss.. En ello se diferencia de lo que luego ha sucedido en España, donde el componente principal de la crisis es el hundimiento del mercado inmobiliario y en el fuerte endeudamiento privado y público.

y profesionalidad (8). La necesidad de conservar una reputación en la que apoyan su valor las entidades de verificación sería el incentivo para cumplir eficazmente las trascendentales tareas que se les encomendaron. Sin embargo, en los últimos diez años se ha puesto repetidamente en entredicho la eficacia de estos controles. Otras veces los problemas se manifestaron en el ámbito de los auditores contables, inmersos en manifiestos conflictos de intereses que no les impidió promover, al amparo de un pretendido tecnicismo neutral de su «ciencia», la sustitución de la regulación legal contable por la autorregulación y, desde ese marco, impulsaron cambios muy favorables a los intereses de los *managers* de las empresas que auditaran (9). En la actual crisis el punto de mira se situó en analistas de inversiones y en agencias de *rating*, a los que no parece que el riesgo de pérdida de su reputación les inclinase a actuar como los «perros guardianes» del sistema, tal como de ellos se esperaba. La justificación de este fracaso en la falta de una efectiva competencia económica sólo podría valer, con matices, para las segundas (10); pero no serviría para explicar la desastrosa gestión de los bancos de inversión, el nulo control de los riesgos por las comisiones de auditoría, o la falta de supervisión de la administración por parte de los consejeros independientes.

Los años pasados también se caracterizaron por un proceso de progresiva liberalización y supresión de todas las barreras e interferencias normativas en los mercados financieros (bancarios, de valores y seguros), que generalizadamente se consideraban que atentaban a la eficiencia (11). Este debilitamiento en la ordenación de los mercados se acompañaría de la sustitución de las normas legales por sistemas de autorregulación que dejaban amplio campo a los operadores para regular autónomamente su actividad. En los mercados de valores el proceso se intensifica desde la privatización de las bolsas que se vino produciendo a partir de los años 90. En España el hecho relevante se produce con la constitución en 2006 de Bancos y Mercados Españoles, S.A. El incremento de la competitividad entre las bolsas

(8) ROJO, «La protección de los inversores», en Campobasso (a cura di), *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Milano 2005, pp. 22 y s.

(9) Descubriendo los intereses y fines de la contabilidad y de los principios y reglas que la rigen GONDRA, «Significado y función del principio de “Imagen fiel” (“True and fair view”) en el sistema del nuevo Derecho de Balances», *Estudios en homenaje a J. Girón Tena*, Madrid 1991, pp. 553 y ss.; para los fines e intereses en la nueva normativa contable GONDRA, «Los mercados internacionales de capitales marcan el rumbo del derecho europeo de balances: ¿Hacia dónde nos llevan?», en AAVV, *Responsabilidad social corporativa: aspectos jurídico-económicos*, Castellón 2005, pp. 99 y ss.

(10) De hecho algunos estudios muestran que la aparición entre las grandes agencias de calificación de un competidor que antes no existía condujo a evaluaciones *client friendly* de emisores y valores (COFFEE, «Enhancing Investor Protection», 2009, 15). Desde una perspectiva metodológica no debe ignorarse, tampoco, que, en ausencia de mercados secundarios en los que se negociaron los instrumentos derivados y valores atípicos creados al amparo de la innovación financiera, las agencias de *rating* tuvieron que operar con modelos de escasa fiabilidad (SACCOMANI, «Crisi finanziaria internazionale: lezione del direttore generale della Banca d’Italia», *Notiziario Univ. Degli Studii Firenze*, 3/2008, 32, p. 37).

(11) ONADO, «La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori», *Banca, impresa, società*, 2009, XXVIII, pp. 6 y 14 y ss.; entre las abundantes referencias de los economistas recientes a los efectos perversos de una desregulación generalizada de los mercados financieros, *vid* AKERLOF-SHILLER, *Animal Spirits*, *passim*; para un ejemplo de la crítica mitificación en las últimas décadas de los efectos benéficos de la desregulación, *vid.*, entre tantos, el trabajo de quien fuera presidente del Tribunal Español de la Competencia, PETITBÒ, «Desregular para competir y ganar eficiencia», *GJUE*, núm. 200, 1999, p. 31.

debería estimular la eficiencia. Pero la consecuencia directa fue una regulación cada vez menos rigurosa y una flexibilización en las exigencias de cumplimiento de las normas por parte de los supervisores nacionales (12). Ello era una consecuencia ineludible de la globalización auspiciada por la libre circulación de capitales y por la aparición de nuevos mercados financieros locales que pretendieron ser el trampolín de desarrollo de algunos países. El resultado habría de ser un fenómeno de arbitraje regulatorio, o, dicho con términos más habituales en la cultura de los juristas, la posibilidad de que los operadores eligieran la normativa en función de su laxitud (13).

Ciertamente existen otros elementos que, en particular, son característicos de esta crisis, y tampoco cabe discutir que sus efectos no han sido iguales en todos los mercados. A estas diferencias en las causas y efectos de la crisis contribuyen la disparidad existente entre los EEUU y Europa tanto en la estructura y composición accionarial de las empresas, como en las fuentes de financiación (14) o en los modelos de supervisión y control financiero (15).

Pero lo más característico de la actual crisis ha sido la actitud adoptada por las entidades y los mercados financieros y las medidas y soluciones que solicitaron de los poderes públicos. Después de décadas en las que Estados y el Derecho legal (el que tiene capacidad de coacción) se relegaban a un papel subordinado, las respuestas pasaron a ubicarse en el ámbito de la regulación. En los foros de debate político (16), en la prensa económica financiera, e, incluso, entre quienes en el pasado

(12) COFFEE/SALÉ, «Redesigning the SEC: Does the Treasury Have a Better Idea?», pp. 48 y ss.; COFFEE, «Competition among Securities Markets: A Path Dependent Perspective», <http://papers.ssrn.com/abstract=283822>; frente a la tesis favorable a la competencia regulatoria de ROMANO, «The Need for Competition in International Securities Regulation», Yale, ICF Working Paper No. 00-49 (June 2001), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=278728; LAMANDEI, «To What Extent do Financial Regulation and Supervision fail in preventing the Crisis», informe para el *European Parliament's Special Committee on the Financial, Economic and Social Crisis*, <http://www.europarl.europa.eu/activities/committees/studies.do?language=en>.

(13) LAMANDEI, est. cit. Incluso en los EEUU se constató una presión para aligerar las exigencias establecidas en la *Sarbanes Oxley Act*, aprobada como respuesta a las crisis de primeros de siglo, en aras de poder competir con un mercado londinense (*London's Alternative Intermediary Market*) cada vez más competitivo y, se decía desde los EEUU, mucho menos riguroso en sus exigencias (COFFEE, «Enhancing Investors Protection, 2009, p. 19; COFFEE, «Law and The Market» Working Paper núm. 304, April 2007, en http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=967482).

(14) COFFEE, «A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ», March, 2005, <http://ssrn.com/abstract=694581>.

(15) Desde la primera perspectiva es conocida la diferencia del modelo estadounidense (o, en general, anglosajón) abocado a financiarse en los mercados, frente al continental-europeo de núcleos accionariales cerrados y con un importante poder de la banca como principal fuente de financiación. Desde la segunda, basta tener en cuenta el papel que se ha reconocido al Banco de España en la imposición de rigurosas exigencias contables a las entidades financieras que supervisa, impidiendo el traslado de los riesgos financieros fuera de los balances y exigiendo provisiones dinámicas. Estos requisitos eran inhabituales en lugares con regulación más liberal y hoy generalizadamente se entiende que contribuyeron a atenuar en nuestro país los efectos de la crisis («El sistema financiero español sirve de modelo a la reforma», declaraciones de J. de la Rosière, ex gobernador del Banco de Francia, ex director general del FMI, encargado de coordinar el informe europeo sobre regulación bancaria, *El País Negocios*, 10.5.2009); también *Financial Times*, 10.3.2009; FERNÁNDEZ DE LIS/ MANZANO/ ONTIVEROS/ VALERO, *Rescates y reestructuración bancaria: el caso español*, p. 5; en la literatura jurídica, por muchos, LUTTER, «Bankenkrise und Organhaftung», *ZIP*, 5/2009, 197, *apud nt.* 7.

(16) P. ej. *Financial Stability Board*, «Improving Financial Regulation», *Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*, 29.9.2009.

más defendieron la postergación de la regulación estatal, se echa mano de ella y del Estado para buscar soluciones cuando no se le reprocha a éste que no encuentre esas soluciones o que actúe como antes siempre se le pidió que hiciera. Ya no sólo se le demanda que adopte una función de garantía del funcionamiento del mercado con las normas que constituyen el presupuesto institucional de su funcionamiento, sino que se le reclama una intervención directa que a veces se extiende hasta la misma capitalización (léase «nacionalización») de las entidades insolventes. Pero esas decisiones no dejan de plantear dudas incluso desde la perspectiva de su adecuación a la constitución económica material (17).

Centrada la atención en las causas y en los efectos de la crisis sobre la regulación del sistema financiero, conviene referirse, resumidamente, al sentido básico de esta ordenación.

III. LOS OBJETIVOS DE LA REGULACIÓN DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS

Los mercados financieros constituyen una herramienta que facilita a las empresas la captación con fines productivos (de inversión) de los recursos excedentes de los particulares después del consumo (ahorro). Empresas y administraciones necesitan de esos recursos, y los mercados financieros (directamente o a través de los bancos) les permiten acceder a ellos. Por eso, estos mercados se han definido como el punto de encuentro (que hoy habitualmente ya no es un lugar físico) entre sujetos con déficit financiero y ahorradores, que poseen los recursos (18).

Bancos y otras entidades de crédito, empresas de servicios de inversión (ESIs) y aseguradoras median entre inversores y empresas, cumpliendo, así, una función fundamental en la Economía. Esto es fácilmente perceptible en el caso de los bancos y otras entidades de crédito. Hipotéticamente para la colocación del capital de riesgo en el mercado de valores las empresas podrían prescindir de las ESIs; pero en la práctica ello supondría crear una organización de enorme complejidad que redundaría en costes extraordinarios. En fin, las compañías de seguros cada vez más comercializan productos mixtos en los que prevalece aquella finalidad de inversión.

Después de la captación de esos recursos (mercado primario) se crean «espacios» en los que los inversores pueden desinvertir (liquidar) sus inversiones transmitiéndolas a los terceros. La eficiencia de los mercados secundarios (p. ej. la bolsa) depende de su capacidad para determinar objetivamente los precios y contribuir, así, a su eficiencia alcativa, es decir, a colocar los recursos productivos donde generan más rendimientos.

Tanto en el mercado primario como en los mercados secundarios la confianza en los intermediarios financieros es clave para su buen funcionamiento. Una de las principales lacras que la crisis ha traído consigo ha sido una pérdida de esa con-

(17) P. ej. IMMENGA, «Orden económico y Derecho de sociedades», *RDM*, 2010, pendiente de publicación; MÜLLER-GRAFF, «Finanzmarktkrise und Wirtschaftsordnungsrecht: Aufwind für den «Regulierungsstaat»?», *EWS* 2009/6, pp. 201 y ss.

(18) BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano 2002, p. 5.

fianza que, al final, ha repercutido sobre los mismos mercados. Pero esa desconfianza no sólo fue de los clientes, pues ni siquiera los bancos se fiaban (en el doble sentido del término) entre sí. De ahí provinieron, finalmente, las restricciones en la concesión de créditos, que provocaron la expansión de la crisis.

Los mercados no pueden existir sin reglas. Las transacciones que se realizan en ellos (comprar, vender, entregar, liquidar) reflejan el cumplimiento de normas objetivas de conducta. La necesidad de esas reglas es aún mayor en los mercados financieros. En ellos la intensidad de una ordenación legal se explica en razones de interés general, que se vinculan con las funciones que estos mercados cumplen en el sistema económico. Ahora bien, esa regulación no debería impedir la confrontación natural de los agentes. No siempre es fácil encontrar el punto adecuado en esta tensión.

La regulación del sistema financiero se proyecta en varios ámbitos. Por un lado, trata de garantizar la estabilidad y la solvencia de las entidades financieras, que son muy frágiles porque obtienen capitales a corto plazo, mientras que la financiación que conceden es a más largo plazo (19). Pero, además, son entidades interdependientes. El temor de los clientes a la crisis de una entidad financiera y a la pérdida de sus ahorros puede extenderse a los clientes de otras entidades. Ello explica que tradicionalmente se establezcan reglas dirigidas a prevenir prudentemente el riesgo de insolvencia para evitar su expansión en el conjunto del mercado (riesgo sistémico). El reflejo de estas preocupaciones se encuentra en la imposición de normas rigurosas en materia de capitalización de las entidades de crédito que aseguren su capacidad financiera para hacer frente a los riesgos inherentes al negocio (art. 47.1 LDIEC, arts. 67.2.d y 70 LMV, art. 13 LOSP) o en las que garantizan a los clientes, por otros medios, la recuperación de sus fondos o inversiones (20).

La necesidad de asegurar el correcto comportamiento de esas entidades hacia sus clientes constituye el segundo frente sobre el que se proyecta la actualización normativa. El resultado es un conjunto numeroso de normas imperativas de conducta que presiden su actuación. Aquí se sitúan también las exigencias en la configuración de la estructura organizativa interna, las previsiones sobre procedimientos de control (*compliance*) (21), o los requisitos de honorabilidad y profesionalidad

(19) COFFEE, «Enhancing investment Protection», 2009, p. 20; COFFEE/SALE, «Redesigning the SEC», 2008, p. 29, y allí la explicación.

(20) RD 2606/1996, para la regulación de los fondos de garantía de los depósitos, artículo 66 LMV para el fondo de garantía de inversiones, o para las entidades de seguro artículo 18 LOSP. No obstante, fondos de garantía de depósitos o de garantías de inversiones responden a intereses y objetivos diferentes; crítico con la asimilación SÁNCHEZ ANDRÉS, «Los Fondos de Garantía de Inversiones», en *Estudios de Derecho del mercado de valores*, Madrid 2009, pp. 1.019 y ss.

(21) «An independent function that identifies, assesses, advises on, monitors and reports on the bank's compliance risk, that is, the risk or regulatory sanctions, financial loss, or loss to reputation a bank may suffer as a result of its failure to comply with all applicable laws, regulations, codes of conduct and standards of good practices (together "laws, rules and standards")» (Comité de Basilea, *The compliance function*, documento consultivo octubre 2003, 3; CAPRIGLIONE, *BBTC*, 2008, 59 a 61; IMMENGA «Compliance als Rechtspflicht nach Aktienrecht und Sarbanes-Oxley Act», *Fest. Schwark*, München 2009, pp. 199 y ss.). La Ley 44/2002, de 22 de noviembre (Ley Financiera) obligó a las sociedades cotizadas a tener un comité de auditoría, con funciones relacionadas con el control de la actividad de auditoría y la formación de las cuentas sociales (art. 47) (SÁNCHEZ CALERO, «Líneas generales del régimen del Comité de auditoría de las sociedades cotizadas», *RDBB*, núm. 89, 2003,

que se imponen a administradores y directivos de las entidades financieras (arts. 43.4 LDIEC y art. 67.1 LMV).

Uno y otro sector se enmarca en un objetivo amplio de protección del inversor (art. 13 LMV). Pero no debe desconocerse que este principio rector del Derecho de los mercados financieros busca, preferentemente, satisfacer intereses institucionales: la defensa de los mercados, en consideración a su significación y función económica.

En los últimos años la respuesta legislativa al objetivo de protección del cliente o del inversor no se resolvió tanto según las claves tradicionales de autorización o ilicitud de las conductas y prácticas, como desde una perspectiva menos intrusiva basada en la imposición de deberes de transparencia. Este planteamiento liberal se explica en los caracteres particulares de los productos y servicios que se ofrecen en estos mercados. Valores e instrumentos financieros se calificaron, con precisión, como bienes de segundo grado (22), porque carecen por sí mismos de un valor de disfrute que permita compararlos con anteriores usos o con otros bienes. Los valores no se tocan, no se ensayan, no se aprecian con la vista o con los sentidos. Su valía se vincula a la que merece la empresa o entidad que los emite y a las que representen o se refieren en la medida en que generan frutos económicos derivados de la actividad de esas empresas o entidades (23). Los inversores toman sus decisiones sobre la base de la información sobre el emisor y los valores de que disponen. Esa información les permitiría establecer los precios y defender con racionalidad sus intereses. Así la concurrencia podrá ser el instrumento que determine el éxito o el fracaso de quienes luchan en estos mercados para obtener el beneplácito de los inversores. Pero la producción de esa información sólo es posible mediante su imposición legal (*mandatory disclosure*) (24).

pp. 191 y ss.; IBÁÑEZ JIMÉNEZ, «La comisión de control de cumplimiento normativo (compliance committee)», *RDBB*, 2003, pp. 89 y ss.).

(22) GIRÓN, «Sociedades y Bolsa», *Coloquios sobre derecho bursátil*, Bilbao 1970, p. 90; SÁNCHEZ ANDRÉS, voz «Valor negociable (D.º Mercantil)», en *Enciclopedia Jurídica Básica*, 1995, 6797; y con detalle SÁNCHEZ ANDRÉS, «Valores negociables, instrumentos financieros, y otros esquemas», *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, pp. 680 y s.

(23) MARTÍNEZ FLÓREZ, «Responsabilidad frente a los inversores», *Est. Menéndez*, III, 3366.

(24) Partiendo de la hipótesis de la eficiencia de los mercados de capitales (*Capital Markets Efficiency Hypothesis*, *CMEH*), que tanto predicamento tuvo durante los últimos 20 años entre los precursores de propuestas desreguladoras de los sistemas financieros, se cuestionó que la producción de la información debiera imponerse legalmente. Los creyentes en aquella hipótesis confiaban en la capacidad del mercado para producir espontáneamente y a menor coste la información. En España la doctrina del mercado eficiente la defendió GARCÍA DE ENTERRÍA, «Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al *Securities Law* de los Estados Unidos», *RDM*, núm. 193-194, 1989, pp. 653 y ss.). A falta de Leyes y herramientas públicas que las hagan cumplir, los mismos incentivos de las reglas autónomas del mercado y los instrumentos privados que garantizan su *enforcement* (auditores contables, agencias de *rating*, asesores financieros y bancos de inversiones) podrían producir, verificar y diseminar esa información. La experiencia muestra el fracaso en la generación espontánea de la información. Hoy, con sólidos argumentos, se ha puesto en cuestión los fundamentos en los que se basaba la hipótesis de la eficiencia de los mercados de valores (COFEE/SALE, «Redesigning the SEC», 2008; RORDORF, «Importanza e limite dell'informazione nei mercati finanziari», *Giur. comm.* 2003, pp. 773 y ss.; ROSSI, «Crisi del capitalismo e nuove regole», *Riv. Soc.* 2009, p. 930). Como ya se advirtiera, no cabe esperar que nadie voluntariamente haga públicos datos que le pueden perjudicar frente a sus competidores (SÁNCHEZ ANDRÉS, «Contabilidad y mercado de valores: sobre la conveniencia de una información contable imperativa», en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, pp. 553 y ss.).

En fin, la garantía de cumplimiento de esta normativa se hace residir en una compleja estructura institucional. Tradicionalmente España se ha inclinado por un modelo en el que la supervisión de los mercados financieros se realiza a través de un reparto sectorial de sus funciones entre tres organismos: el Banco de España (BdE), la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Dirección General de Seguros y de Planes de Pensiones (DGSPP). Sus competencias se distribuían en función de los productos o servicios que se negocian en cada sector: servicios bancarios, productos o instrumentos financieros, productos asegurativos. Pero era una clasificación con lagunas que generaba incertidumbre. En el marco de un modelo de banca universal, las entidades de crédito realizan actividades de intermediación parabancaria (gestión de patrimonios, intermediación financiera), de la misma manera que las compañías de seguros ofrecen a menudo productos con un componente financiero (de inversión) y no meramente asegurativo (de restitución). Los últimos años muestran las constantes reformas a las que se ha visto sometido el art. 2 LMV, lo que pone de relieve el fracaso de la pretensión por acotar el régimen del mercado de valores a través de la noción de valor negociable o, posteriormente, de instrumento financiero (25). En otros países se ha optado por ampliar, de nuevo, el ámbito del régimen del mercado de valores a través de una referencia al «producto financiero» (26), algo que posibilitaría la comprensión de nuevas formas de captar inversiones (p. ej. sobre determinados «productos» como los sellos), como las que se realizaron en nuestro país sin control y supervisión alguna, y cuyo fracaso causaron importantes escándalos.

IV. CAMBIOS EN EL RÉGIMEN DE LOS MERCADOS Y ENTIDADES FINANCIERAS: CAMINOS PARA SALIR DE LA CRISIS

Son muchos los temas sobre los que inciden las propuestas políticas y regulatorias que se vienen ofreciendo para salir de la crisis o para atenuar sus consecuencias. Una importante parte de ellas tienen un carácter general. Afectan a la organización interna de las sociedades cotizadas, a los deberes de sus gestores, su remuneración, las facultades de cese, su responsabilidad o al cumplimiento por la sociedad de obligaciones legales o de otro tipo (*compliance*). En definitiva, se insertan en el debate de lo que se conoce hoy como *corporate governance*. La evolución oscilante del régimen aplicable a la sociedad anónima (desde modelos rígidos de concesión a otros más liberales o en rutas que siguen un sentido inverso) se

(25) RECALDE, «Los “valores negociables” ¿concepto delimitador del derecho del mercado de valores?», *RDBB* núm. 74, 1999, p. 95, y en MARTÍNEZ SIMANCAS-ALONSO UREBA (dirs.), *Instituciones del mercado financiero*, V, Madrid 1999, 2573 (que se cita); como aquí FARRANDO, «El concepto de “valor negociable”», en *Estudios hom. Menéndez*, I, Madrid, 1996, pp. 1.206 y ss.; GONZÁLEZ CASTILLA, *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, Valencia 1999, pp. 217 y ss., 227 y ss.; y, a la luz de las última reformas, RECALDE, «Acotación del Derecho de los mercados de “valores” y de “instrumentos financieros” en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)», en *RDBB* núm. 118, 2010, y en *Estudios homenaje a Sánchez Andrés*, pendiente de publicación.

(26) CHIONNA, *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Milano 2009, pp. 117 y ss.

ha ido produciendo «a toque» de las sucesivas crisis bursátiles que la historia ha conocido (27). Las consecuencias de la actual crisis sobre la organización interna de la sociedad anónima aquí se analizarán sólo en la medida en que incida sobre el régimen de entidades y mercados financieros. En el marco de un debate como el que ahora se plantea, que atiende a las consecuencias de una crisis de ámbito mundial, a sus consecuencias y a sus salidas, conviene trascender de un análisis local para centrar la atención en propuestas que se sitúan en un plano comparado o que provienen de las instancias internacionales encargadas de ofrecer soluciones a la crisis. Desde esta perspectiva poseen especial interés las propuestas que viene presentando el *Financial Stability Forum* (28).

Una de las primeras cuestiones que centra la atención es la que se refiere a la relajación del régimen legal de los mercados financieros. Actualmente se cuestionan la autorregulación y la tendencia a la liberalización normativa en sectores que habían sido objeto de una fuerte intervención (29). El progresivo dismantelamiento de los rígidos controles y del aparato normativo que había presidido aquella normativa se justificó de diversas formas: como ya se dijo, a veces se sostuvo que la imposición forzosa por la ley de la información debía suprimirse invocando la hipótesis, que muchos consideran hoy muy ingenua, de que los mercados son capaces, por sí mismos, de producir la información que necesitan (30). Otras veces las exigencias regulatorias y la supervisión se redujeron en aras de incrementar la competitividad entre países y sus mercados financieros. Y ello vale tanto para el ámbito bancario como para los mercados de valores.

1.1 En relación con el régimen de las instituciones bancarias, los Acuerdos Basilea II supusieron la flexibilización de los controles prudenciales en materia de contabilidad y exigencias de recursos propios. En algunos países, la falta de obstáculos a las sociedades instrumentales (SPV) a las que se transmitían *credit default*

(27) GONDRA, «El control del poder de los directivos de las grandes corporaciones», *RDM*, 2009, p. 269.

(28) P. ej. http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_091107a.pdf,

(29) Es significativa la cita del economista cuyas virtudes predictivas tanto se elogiaron *a posteriori*: «*The Anglo-Saxon model of supervision and regulation of the financial system has failed... the supervisory system relied on self-regulation that, in effect, meant no regulation; on market discipline that does not exist when there is euphoria and irrational exuberance; on internal risk management models... Thus all the pillars of Basel II have failed even before being implemented... Since the pendulum had swung too much in the direction on self-regulation and the principlesbased approach, we now need more binding rules on liquidity, capital, leverage, transparency, compensation and so on*» (Nouriel Roubini, *Financial Times*, 9 de febrero de 2009). Pero citas similares pueden allarse por doquier, incluidas las de algunos de los mayores defensores de la capacidad del mercado para establecer, a través de las reglas emanadas de los propios agentes económicos, la solución más adecuada; es el caso del anterior chairman de la SEC (Christopher Cox) en la comparecencia ante el senado de septiembre de 2009, en plena cumbre de la vorágine: «*the inadequacy of capital and liquidity requirements, the last six months –during which the SEC and the Federal Reserve worked collaboratively with each of the CSE firms ...– have made abundantly clear that voluntary regulation doesn't work*».

(30) Incluso quienes confiaron en la *Capital Markets Efficiency Hypothesis* (p. ej. GILSON/KRAAKMAN, «The Mechanisms of Market Efficiency», 70, *Va. L. Rev.*, 1984, pp. 604 y s., 619 y ss.) admiten la *naiveté* de alguno de sus presupuestos (GILSON/KRAAKMAN, «Revisiting the Mechanisms of Market Efficiency: The Mecanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias», 28, *Iowa J. Corp. L.*, 2003, p. 715, y en <http://ssrn.com/abstract=462786> –de donde se cita– pp. 36 y s.). Para una refutación de la hipótesis de los mercados de valores eficientes y de la confianza en la eficiencia de controles a través de *gatekeepers* COFFEE/SALE, «Redesigning the SEC».

swaps y créditos titulizados facilitó la creación de un sistema bancario paralelo de financiación a medio plazo sustraído a los vínculos de reservas por riesgo y a otras exigencias de capitalización(31). Los efectos de la crisis han sido especialmente devastadores sobre las entidades de crédito de países con una regulación particularmente «liberal» en la materia, que pretendía servir de motor para su desarrollo económico y para atraer capitales extranjeros (Islandia, Letonia, Irlanda y, en general, los países anglosajones). Los elogios que en esta materia recibió el Banco de España se corresponden, precisamente con la imposición de medidas contables contracíclicas (p. ej. provisiones dinámicas) particularmente rigurosas. Al reducir los recursos disponibles en otras actividades, estas medidas encontraron el recelo de las entidades financieras, que veían reducido su margen de maniobra en un entorno altamente competitivo(32). Pero, a la postre, se consideró que esa actitud pudo suponer el colchón que evitó males mayores.

Las propuestas del *Financial Stability Forum* insisten en instrumentos que pretenden reforzar los recursos propios de las entidades financieras. El *Report* entregado al G20 en septiembre de 2009 opta por esta política prudente y por favorecer modelos menos procíclicos. La defensa de mecanismos de prevención del riesgo de insolvencia a través de técnicas legales (capital, provisiones, reservas), aun a costa

(31) VISENTINI, *Dir. Fall.* 2009, 603; el modelo de Basilea II generó incentivos para una titulización fuera de balance, por eso fue una de las cuestiones que el FSB consideró necesario remover en una posición que asumió ya el G20 de abril de 2009, al lado de medidas prudentes en materia de contabilización de riesgos por los bancos (*Improving Financial Regulation Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*, 2), en línea con lo exigido por el Banco de España (*vid.* los estudios de SERRANO, ARGIMÓN o SAURINA, en *Rev. Estabilidad Financiera*, núm. 17, 2009, http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/boletines/Revista_de_Estab/anoactual/).

Ello contrasta con lo que sucedió en los EEUU. Es conocido el lugar central que los bancos de inversión tuvieron en la crisis. Basta con recordar que tres de los cinco bancos de inversión americanos entraron en situaciones concursales o paraconcursoales (Lehman quebró; Bear&Sterns y Merrill Lynch, sólo se salvaron tras procesos de saneamiento y fusiones; mientras que los otros dos Bancos de inversión también modificaron su estructura jurídica en bancos comerciales presionados externamente). Pues bien, los cinco principales bancos de inversión americanos presionaron con fuerza para evitar el control de estos riesgos y eludir los ajustes a desarrollos normativos como los de la Directiva 2002/87 de conglomerados financieros, que, interesada en garantizar la solvencia de las ESI's filiales, se aplicaba a los Bancos de negocios (y, entre ellos, a los estadounidenses porque estos operaban, al menos, en la Bolsa de Londres); pero sus exigencias podían evitarse si el país de origen disponía de un régimen equivalente al europeo. A esos efectos la SEC creó un programa de aligeración de requisitos (*Consolidated Supervisory Entity*, CSE) que no limitó el apalancamiento de esas entidades (COFFEE, «Enhancing Investors protection», 19). Las críticas a los bancos de inversión y a su captura del regulador (la SEC) se generalizaron. Quien fuera economista jefe del Fondo Monetario Internacional calificó su actitud como auténtico «golpe de estado silencioso» (S. JOHNSON, «The Quiet Cop», *Athlantic Monthly*, may 2009; y ESTEFANÍA J., «Golpe de estado silencioso», *El País* 25.1.2010). Los intentos del presidente Obama de establecer algunos controles –p. ej. en relación con la dimensión de las entidades que no pueden quebrar (*too big to fail*) o con sus retribuciones– siguen encontrando una fuerte oposición (sobre la actitud contraria del sector bancario a estas propuestas en la Cumbre de Davos del «Forum Económico Mundial» de enero de 2010, *Financial Times* 31.01.2010).

(32) El Banco de España obligó a las entidades financieras a someter los valores resultantes de la titulación al régimen del capital propio y, en general, vino a impulsar una actitud prudente y conservadora en la aplicación de las normas de contabilidad, aunque quizá ello no siempre fuera una solución armónica con los principios contables de *market value* (Circular 4/2004 del Banco de España; SERRANO, «Utilización de los sistemas IRB para el cálculo de provisiones anticíclicas», o SAURINA, «Loan Loss Provision sin Spain. A working macroprudential tool», *Rev. Estabilidad Financiera*, núm. 17, 2009).

de la eficiencia, refleja desconfianza hacia la capacidad de los mecanismos de mercado para testar y prevenir tales riesgos. Luego (*infra* 3) se volverá sobre la significación general de este cambio.

1.2 También en los mercados de valores, la Directiva 2004/39/CE (MiFID) había supuesto la alineación con los modelos más liberales de impronta anglosajona. La liberalización se proyectó en una actitud favorable a la llamada «innovación financiera», que no encontró interferencias legales, y que facilitó la creación de mercados no regulados o sujetos a una regulación flexible. La «innovación financiera» se percibía como algo que habría de promover la presión por la competencia y la eficiencia. La intervención regulatoria mínima presupone un correcto funcionamiento de los mecanismos privados de control. La Ley sólo debería ofrecer un marco ordenador que apoyara un mercado que funciona con autonomía, a través de prescripciones que imponen la producción de información y reglas de conducta que obligan a las ESIs a tener en cuenta las características de los inversores. Después de la crisis, la inversión en algunos productos financieros atípicos han sido señaladas como el último de los factores que está en el origen de la insolvencia de algunas de las entidades «caídas».

En la actualidad se ponen en cuestión algunos de los principios más fundamentales en los que se sustentaba el régimen tradicional de los mercados financieros. Por un lado, se discute si la transparencia puede seguir considerándose un instrumento suficiente para proteger a los inversores y para garantizar el funcionamiento correcto de los mercados. Instrumentos derivados, titulización, productos estructurados poseían caracteres muy complejos que a menudo no podían desentrañarse en los cientos o incluso miles de páginas de sus folletos. Ello permite cuestionarse si la sola información cumple el papel que se le asignó para la (auto)tutela de los inversores (33).

Sobre todo, se ponen objeciones a la ilimitada innovación y al principio de atipicidad en la captación de recursos del público inversor, que resulta de la libertad para crear nuevos instrumentos financieros o, como dice nuestro Derecho, de la posibilidad de «*recurrir a cualquier técnica adecuada a elección del emisor*» (art. 25.2 LMV) (34). En momentos como los actuales con una importante preocupación por la seguridad, en el que no hay juguete, medicamento, vehículo de motor, alimento o elemento de construcción que no sean objeto de controles previos antes de ponerse en el mercado, se admitía la emisión de instrumentos y productos financieros [esas auténticas «armas de destrucción masiva» como las definiera W. Buffet (35)] sin conocerse los riesgos que conllevaban. Este cuestionamiento de la libre creación de productos financieros supone un cambio radical del modelo, cuyas consecuencias aún no cabe predecir.

(33) NIGRO, *DBMF*, 1/2009, 13; CARRIERO, *DBMF*, 1/2008, 431; desde una perspectiva económica los argumentos favorables y contrarios a la autorregulación, con un manifiesto escepticismo por esta opción en los mercados financieros altamente desarrollados en ARGIMON, «¿Qué queda de la agenda “legislar mejor?”», *Rev. Estabilidad Financiera*, núm. 17, 2009, p. 73).

(34) Al respecto RECALDE, *Est. Homenaje al prof. Sánchez Andrés*, pendiente de publicación.

(35) Por su expresividad esta calificación es constantemente citada; p. ej. VISENTINI, *Dir.Fall.* 2009, 603; NIGRO *DBMF*, 1/2008, 11; CARRIERO, *DBMF*, 1/2008, 434. En el ámbito económico algunos propugnan la directa prohibición de los CDS (p. ej. quien fuera vicepresidente de la CNMV, ARENILLAS, «Apostando en el Titanic», *El País Negocios*, 14.3.2010, p. 21)

1.3 Pero si se discute la suficiencia de la información o la regla de la atipicidad de los productos financieros que se emiten y negocian en los mercados, también suscita dudas la libre creación de mercados (no regulados), que facilitó la MiFID. El Derecho continental europeo tradicionalmente venía presidido por el principio de «concentración de órdenes», que suponía la monopolización de la negociación de los valores en las bolsas y en otros mercados regulados. La función de este principio era dotar de eficiencia al mercado desde el punto de vista de su liquidez y de su aptitud para formar precios con objetividad, objetivos fundamentales del Derecho del mercado de valores (art. 13 LMV). Pero la concentración también asegura a los inversores la neutralidad de los intermediarios (36). Los objetivos de la monopolización de la negociación en las bolsas y en otros mercados regulados terminan por sacrificarse si se admiten sistemas alternativos de negociación en mercados no regulados (*over the counter*, OTC) en los que se realizan transacciones bilaterales entre profesionales, y sistemas alternativos y multilaterales de negociación (*Alternative Multilateral Systems*, ATS) mediante la internalización de las operaciones y su liquidación en el mismo seno de las ESIs (art. 118 y ss. LMV).

La opción de la MiFID por el modelo anglosajón de negociación supuso el fin de la concentración de órdenes característico del modelo de mercado propio de la Europa continental (37), en el que la organización centralizada permitía que la formación de los precios fuera más objetiva al obligarse a negociar en un determinado «lugar». El modelo anglosajón, en cambio, se inspira en principios liberales, que permiten a los intermediarios elegir la plaza de negociación, aunque sometándose a reglas de conducta que les imponen deberes de fidelidad para con los clientes. A favor de uno y otro modelo se situaron diversos grupos de intereses: las bolsas promovían los obstáculos e impedimentos a la negociación fuera de los mercados regulados, mientras que las ESIs pretendían abolir la regla que les imponía concentrar todas las órdenes en los mercados regulados (38).

La promoción de la competencia entre los mercados y las bolsas que abría la posibilidad de que las ESIs crearan mercados internos, se realizó sin el adecuado

(36) SÁNCHEZ ANDRÉS, «Precios y cotizaciones» en *Estudios de Derecho del mercado de valores*, p. 848.

(37) Con detalle KÖNDGEN/THEISSEN, «Internalisation under the MiFID: Regulatory Overreaching or Landmark in Investor Protection», en Ferrarini-Wymeersch, *Investor Protection in Europe*, Oxford, 2006, 271, donde se recuerda que el principio de concentración regía de forma absoluta en Francia o España. En Alemania se admitían excepciones a la regla de que todas las órdenes debían concentrarse en el mercado cuando el cliente no lo hubiera excluido expresamente –con carácter previo, si era minorista– y siempre que fuera en los casos tipificados y con controles muy rigurosos; este país tiende a la liberalización cuando la Bolsa de Frankfurt crea el «Xetra Best System», y después de que la autoridad supervisora (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, BaFin) calificara este sistema como equivalente a «mercado regulado» sin necesidad de consentimiento expreso del cliente, en lo que probablemente influyó la intención de algunos bancos alemanes de promover sistemas de internalización.

(38) FERRARINI/RECINE, «The MiFID and Internalisation», pp. 248 y ss., y 253 y ss. relatan el enconamiento («una de las más intensas luchas políticas que experimentó nunca Europa en relación una pieza individual de la regulación financiera») en el debate, que fue consecuencia del alineamiento con esas posiciones por países: Francia e Italia, sobre todo, del lado de las bolsas y mercados de valores –y, al frente, *Euronext*– favorable a la concentración de órdenes, frente al Reino Unido que defendió la postura de las ESIs.

cálculo de sus costes y beneficios(39). En efecto, el abaratamiento de la negociación en las operaciones que directamente realizan en su seno las ESIs se ha hecho a costa de la protección del inversor y de reducir la aptitud de los mercados concentrados desde el punto de vista de una formación objetiva de los precios. A la postre, en la negociación de los nuevos productos e instrumentos financieros en mercados exentos de una regulación prudencial y no supervisados (OTC y ATS) se ha podido hallar otro de los factores agravantes de la crisis financiera(40). En aras de la liberalización y de la eficiencia se generaron costes indirectos y una pérdida de la calidad de los mercados(41). Esto se manifiesta en la reducción de la liquidez, su menor eficacia en la formación de precios que es consecuencia de la menor transparencia(42), en el incremento en la volatilidad y en una facilitación de los abusos por los conflictos de intereses en los que se ven inmersos los intermediarios cuando no sólo operan como tales sino también como creadores de mercado casando órdenes contrarias o actuando de contraparte en la negociación.

La atención regulatoria frente a esos riesgos se había ceñido al plano de la transparencia al obligarse a comunicar y trasladar a los mercados información sobre las transacciones realizadas en ATS y sobre los precios alcanzados en ellas (arts. 27 a 30 MiFID, arts. 121, 123 y 124 y art. 129 LMV) (43), a algunos requerimientos en normas de conducta (*best execution rule*) (44) o a las normas que imponen estructuras de organización interna a las entidades rectoras de los sistemas de negociación alternativos (art. 120 LMV) (45).

Se comprende, así, que entre las medidas que en la actualidad se ponen sobre la mesa para atenuar los efectos de la crisis se encuentre la de limitar los mercados alternativos o, al menos, extender a ellos los controles. Y una de las primeras acciones que se vienen promoviendo es la imposición de contrapartes centralizadas en la

(39) *Revision of Investment Services Directive (93/22/CEE)*; Second Consultation Paper (july 2001) http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/index, p. 7. Para un juicio general y crítico de la MiFID FERRARINI/RECINE, «The MiFID and Internalisation», p. 247; KÖNDGEN/THEISSEN, «Internalisation under the MiFID: Regulatory Overreaching or Landmark in Investor Protection», p. 283.

(40) ONADO, *Banca, Impresa Società*, XXVIII, 2009, p. 15.

(41) SIEMS, «The Foundations of Securities Law», 2008, pp. 21 y ss.

(42) Difícilmente pueden calificar como «precios bursátiles» o de «cotización», aquellos que son resultados de procesos internalizados (KÖNDGEN/THEISSEN, «Internalisation under MiFID», 281).

(43) Pero ¿a qué mercados regulados debe trasladarse esa información? (FERRARINI/RECINE, «The MiFID and Internalisation», p. 244).

(44) El cumplimiento de la regla de *best execution* es difícil de garantizar cuando se negocia en un sistema interno, pues al inversor no se le asegura que en otros lugares no fuera posible una ejecución de su orden en mejores condiciones; en cambio, es más fácil cumplirla en los modelos con concentración de órdenes, (FERRARINI/RECINE, «The MiFID and Internalisation», p. 264). En todo caso, la *best execution* resulta difícilmente compatible con la posibilidad que abre el art. 27.3 y 4 MiFID (y, en el Derecho español, art. 120.2 y 3 LMV) de ofrecer ventajas en los precios (la Directiva habla eufemísticamente de «mejoras de precios») a clientes profesionales (KÖNDGEN/THEISSEN, «Internalisation under the MiFID: p. 287), algo que, por otro lado, no parece armonizarse con la pretensión de impedir discriminación en la diferente tipología de clientes (art. 50 de la Directiva), una regla que no sólo pretendía proteger a los inversores, sino también promover una leal competencia (FERRARINI/RECINE, «The MiFID and Internalisation», p. 265 nt. 114).

(45) Críticamente sobre las posibilidades de que la transparencia sea capaz de compensar los riesgos de los sistemas internalizados de negociación (KÖNDGEN/THEISSEN, «Internalisation under the MiFID: Regulatrou Overreaching or Landmark in Investor Protection», p. 284).

liquidación de *default swaps* (46), lo que, sin duda, supondría un freno al desarrollo de mercados alternativos carentes de regulación y control.

2. Ya se indicó que si algo ha caracterizado a las crisis de los últimos años (y no sólo a esta última) ha sido comprobar (*a posteriori*) el mal funcionamiento de los sistemas privados de control sobre las empresas y valores. Tal como ocurrió en otras ocasiones, también en ésta las reformas que hoy se propugnan afectan de manera directa a los *gatekeepers*. Los mecanismos privados de mercado y el riesgo de pérdida reputacional se han mostrado poco eficaces para impulsar al correcto desenvolvimiento de las tareas de supervisión y control. Ante el fracaso en los controles de las empresas auditoras, de las agencias de *rating*, o de los consejeros independientes, se extiende la idea de que el Derecho no puede desentenderse en la tarea de determinar, al menos, la estructura de organización, las normas de funcionamiento o las actividades de estas entidades. Las propuestas han incidido, particularmente, en los dos primeros casos. Con respecto de las agencias de *rating* existen ya reformas en curso en el ámbito europeo (47).

También se proponen reformas en el régimen de la contabilidad. En efecto, en el marco de las propuestas presentadas en respuesta a la crisis, han abundado aquellas que ahora piensan que debe repensarse el sentido de los principios y reglas contables. Se considera que el carácter procíclico del principio de *fair value* pudo influir en la insolvencia de algunas empresas y en la dimensión de la crisis. De ahí también deriva la pretensión de establecer algún control sobre la función asumida por la *International Accounting Standards Board* en relación con la elaboración de principios y reglas contables. Esas propuestas están recibiendo una sorprendente contestación desde el sector de la auditoría que les reprochan el reflejar una peligrosa tendencia a «politizar el IASB» (48).

(46) *Improving Financial Regulation Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*, pp. 3 y 19, con detalle respecto del control de los mercados de derivados *OTC*.

(47) Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia, que prevé controlar las actividades de calificación de institutos de crédito, empresas de servicios de inversión, aseguradoras de vida, de no vida y reaseguradoras, organismos de inversión colectiva y fondos de inversión. Como se sabe, las tres agencias de *rating* relevantes son estadounidenses, lo que siempre planteó problemas de aplicación extraterritorial de las reglas europeas (TAPIA HERMIDA, «La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las Agencias de Calificación en los mercados de capitales», *RDBB*, 2005, p. 9; ROJO, «La protección del inversor», p. 50). El Reglamento europeo parte de un sistema de registro de las Agencias en la Comunidad Europea y de equivalencia de condiciones que permitiría exonerar del sometimiento a sus normas a las agencias de otros países cuyo marco jurídico y de supervisión fuese equivalente. Por ello, debe valorarse si la *Credit Rating Agency Reform Act* americana de 2006 cumple esos parámetros de equivalencia.

(48) Es interesante el debate suscitado en Alemania. P. ej. En ese sentido crítico a las nuevas reformas LANFERMANN, «Steht das IASB durch die Finanzkrise vor einer Zerreisprobe?», *DB* 10/2009, p. 1; su posicionamiento es contestado por BOHL, «Verändert die Finanzkrise das IASB?», *DB* 22/2009, p. 1, quien resalta de la normalidad de que desde las instancias democráticamente legitimadas se pretenda determinar cómo debe elaborarse la contabilidad. Pues ¿qué fue, sino una decisión «política» de enorme calado la de cambiar los fines y sujetos protegidos en el modelo contable tradicional por otro importado de EEUU y enfocado a los mercados? (y, por cierto, un cambio adoptado por un organismo auspiciado y controlado por las grandes auditoras, sin una adecuada legitimación democrática *vid.* GONDRA, «Los riesgos de la nueva contabilidad», *El País* 10.4.2005). Un decisivo cambio de opción dirigido a favorecer la aportación de información a los inversores para que estos pudieran «juzgar» mejor el valor de la empresa, en el marco de una filosofía de *shareholder-value* hoy cuestio-

3. Otras reformas que hoy se promueven afectan a elementos tradicionales del régimen prudencial de las entidades que intervienen en los mercados financieros. Como se indicó (*supra* 1.1), estas propuestas intentan intensificar las exigencias dirigidas a garantizar la solvencia y la solidez financiera de las entidades a través de cuotas más elevadas de capital y de reservas indisponibles. El redescubrimiento del valor capital y de los procedimientos legales dirigidos a determinar el resultado y el reparto de dividendos, como técnicas de control legal y a priori de la solvencia, merece una reflexión de alcance más general.

Desde hace años se ha venido defendiendo (preferentemente en el mundo anglosajón) una reforma del Derecho europeo que afectaba a algunas de las columnas principales en las que se sustenta la regulación de las sociedades de capitales y, en particular, al régimen del capital. Aquellos ataques se justificaban en la incapacidad de los principios ordenadores del capital (y, sobre todo, de las normas del capital mínimo) para garantizar la solidez patrimonial de las sociedades de capital y asegurar su aptitud para hacer frente a las obligaciones que asumieran con terceros. Frente al modelo tradicional, se consideraban más eficaces los mecanismos contractuales pactados entre la sociedad y sus acreedores (*debts covenants*) o, a lo más, la elaboración de *tests* de solvencia cuyo resultado debería condicionar la legitimidad del reparto de dividendos (49).

Sin embargo, en el ámbito de las entidades financieras nunca se cuestionó de forma intensa la necesidad de una normativa de regulación prudencial imperativa y el cumplimiento de rigurosas normas de capitalización que permitieran internalizar preventivamente los riesgos. Las propuestas que actualmente se presentan en respuesta a la crisis inciden con mucha más claridad en esa línea (50). Parece aceptarse que cuando más endeudada está la estructura financiera de un banco, mayor es su riesgo de insolvencia (51), que es el típico riesgo que tradicionalmente trababa

nada (BOHL). En ese debate LANFERMANN conviene en la necesidad de introducir modificaciones en los principios y reglas contables, imponiendo «provisiones dinámicas», como la que reconoce que eran habituales en la «práctica contable española». Pero estas eran habituales no porque autónomamente lo impusieran las auditoras, sino porque el Banco de España obligó a ello con decisiones «políticas».

(49) La literatura en la materia es muy abundante. Para referencias a aquellas propuestas y reflexiones críticas *vid.* LUTTER, ed., «Legal Capital in Europe», número monográfico de la *European Company and Financial Law Review*, 2006 y allí las posiciones favorables, p. ej. de FERRAN, «The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union», o las contrarias del mismo Lutter y de otros autores; también en sentido contrario SCHÖN, «Wer Schutz der Kapitalschutz», *ZHR*, núm. 166, 2002, pp. 1 y ss.; DENOZZA, «A che serve il capitale», *Giur comm.*, 2002, pp. 585 y ss., en su debate con MACEY/ENRIQUES, «Raccolta di capitale di risquito e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale. Riv. Soc., 2002, p. 78. Como es conocido, el primer «asalto» de quienes impugnaban la eficacia del régimen preventivo del capital en el que desde sus orígenes se apoya la estructura organizativa de las sociedades con estructura corporativa y separación patrimonial, fue la importación del modelo americano de contabilidad basado en el *fair value* (GONDRA, «El nuevo rumbo del derecho de balances europeo: las opciones que se abren al legislador español», *RdS*, núm. 23, 2004, 19, esp. pp. 46 y s.; también referencias en ALONSO LEDESMA, «Algunas reflexiones sobre la función (la utilidad) del capital como técnica de protección de los acreedores», *Libro homenaje al prof. R. García Villaverde*, I, Madrid 2007, pp. 127 y ss.; EMBID, «El presente incierto del Derecho de sociedades», *RDM*, núm. 272, 2009, pp. 453, 470).

(50) BRUNNERMEIER/CROCKETT/GOODHART/PERSAUD/SHIN, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva 2009, vi. La capitalización más fuerte, en cantidad y calidad, de las entidades financieras constituye la primera y más imprescindible reforma que el G20 y el *Financial Stability Forum* defendieron para reformar los acuerdos de Basilea II (*Report* de septiembre de 2009, 5).

(51) Como reconoce POSNER, *A failure of capitalism*, pp. 28 y 31.

de eludirse con las normas y principios que presiden la regulación *ex ante* del capital fijo. En los mercados financieros hoy nadie piensa que el mercado y las negociaciones contractuales sean instrumentos por sí solos suficientes para la prevención de la insolvencia. Por el contrario, se defienden claramente sistemas legales que impongan exigencias en materia de recursos propios y de capital, a pesar de su menor flexibilidad. Aunque las propuestas de reforzamiento de las normas del capital se han limitado al ámbito de las entidades financieras, no cabe duda de que su justificación no se limita a este tipo de entidades sino que se proyecta sobre la calidad de la solución y, con ello, incide (o debería incidir) en la discusión general sobre el régimen del capital y la organización de las corporaciones.

4. Las reformas político-jurídicas que se proponen al hilo de la crisis plantean, también, cuestiones de orden constitucional económico. La economía de mercado se apoya en un marco normativo en el que las decisiones de los agentes que actúan en un mercado competitivo, si son erróneas, conllevan responsabilidad. Ésta se manifiesta preferentemente en el Derecho concursal y en las consecuencias que de él derivan. Pero también, en el caso de las corporaciones, en un régimen de organización que distribuye las competencias entre los órganos, reconociendo a los directores un amplio margen para tomar libremente sus decisiones, lo que se compensa con su responsabilidad en caso de infracción de los deberes de gestión. La combinación de control y responsabilidad constituye un principio fundamental de la economía de mercado, que garantiza el diligente cuidado de los administradores en el uso de los recursos y constituye un criterio que determina el sentido de sus decisiones (52).

El Derecho concursal y la expulsión de los malos deudores, que calculan mal y yerran es, a falta de un acuerdo de reestructuración convenido con los acreedores, la solución más ajustada a los principios de una economía de mercado. La exclusión de los empresarios ineficientes deja el campo libre a los competidores exitosos (53). Hay sectores en los que tradicionalmente se considera que estas soluciones no resultaban operativas. En las entidades financieras los riesgos de un colapso generalizado del sistema justificaban el rechazo a la función selectiva del mercado (54). Pero el fenómeno tiende a extenderse a nuevos ámbitos, invocándose otras razones de interés general (conservación del empleo, desarrollo económico regional, intereses de la economía general). Ello se conoce como el problema del *too big to fail*. La crisis puso de relieve la utilización generalizada de esta clase de argumentos en ámbitos en los que no estaban presentes las razones que históricamente justificaron su aplicación y en los que no cabe identificar un riesgo sistémico. Las ayudas al sector del automóvil son ejemplo de ello. Su concesión a entidades que han sido objeto de salvamento, excluyéndose la aplicación de las soluciones con-

(52) IMMENGA, «Orden económico y Derecho de sociedades», *RDM*, 2010, pendiente de publicación.

(53) Con carácter general para las funciones del Derecho concursal y, en este caso, la función selectiva de los empresarios ineficientes, sigue siendo recomendable la lectura de GONDRA, «Reflexiones en todo a la “funcionalidad” del sistema concursal proyectado», *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal, Revista de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense*, Madrid, 1985, pp. 145, 153.

(54) El temor al desencadenamiento de un pánico generalizado en los mercados con repercusión sobre otras entidades (riesgo sistémico) explica la exclusión de las soluciones concursales (MÜLLER-GRAFF, *EWS* 6/2009, p. 207).

cursales, presenta problemas de legitimidad desde el Derecho de la competencia (y, en particular, del régimen de las ayudas públicas) y dudas generales sobre por qué debe favorecerse a estas entidades –y, con ello, a sus acreedores– y no a otras (55).

La exclusión de las soluciones concursales para las empresas demasiado grandes supone un estímulo a adoptar arriesgadas más decisiones empresariales (56). Parece razonable concluir que si una entidad se confía al mercado no se le debería permitir que alcance una dimensión que le pudiera conducir a que se la excluya del riesgo del concurso y de ser liquidada (57). Ello incide en el régimen general de la competencia y, en particular, en el control de concentraciones.

Sin embargo, el gran problema es determinar cuáles son las empresas demasiado grandes que deben someterse a estas reglas especiales. Hipotéticamente podrían plantearse soluciones en las que, como consecuencia de adquirir una posición de dominio, deban someterse a un control riguroso bien sea voluntariamente (mediante la inscripción en un registro de empresas «*too big*») o de forma automática (58). En uno y otro caso, la consecuencia sería un control más estricto de su actividad p. ej. respecto a su capitalización, medidas preventivas de ese riesgo de insolvencia, planes de contingencia, garantías de cooperación de sus órganos con las autoridades, limitación de la libertad de constituir filiales para trasladar riesgos –o, al menos, obligarlas a consolidar contablemente–; la exclusión de las reglas generales del mercado también debería equilibrarse con compromisos en la aplicación de la contabilidad, o someterse a reglas especiales que permitan contabilizar a largo plazo los riesgos de algunos productos financieros (59). Así se daría cobertura al interés público que satisface la función selectiva del Derecho concursal.

El peligro de que las entidades financieras tomen decisiones arriesgadas se agranda si no sólo la entidad no puede concursar y se excluye su liquidación, sino que también sus gestores quedan exentos de las consecuencias personales de las medidas que adopten. Es cierto que los administradores deben disponer de un margen de discrecionalidad en el que su gestión quede exenta de intromisiones y controles. Es la solución que en los EEUU se ha reconocido en la *business judgement rule*. Pero ello no supone eximirles de toda responsabilidad. Ni tan siquiera quienes proponen una actitud de indulgencia hacia la gestión negligente (60), desconocen

(55) VISENTINI, *Dir. Fall.*, 2009, 603. Es patente el conflicto de las medidas entre las ayudas públicas adoptadas por los Estados para el salvamento de algunas entidades y el régimen prohibitivo de éstas (MÜLLER-GRAFF, *EWS* 6/2009, p. 209).

(56) *Improving Financial Regulation, Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*, p. 6.

(57) VISENTINI, *Dir. Fall.*, 2009, 604.

(58) En esta línea el *Bundesbank* y la Autoridad alemana de control de los servicios financieros (BaFin) aprobaron en febrero de 2008 una Directiva conjunta (*Richtlinie zur Durchführung und Qualitätssicherung der laufenden Überwachung der Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute durch die Deutsche Bundesbank*, 21.2.2008) que prevé sistemas de evaluación partiendo de diversas escalas aplicables a las entidades sometidas a riesgo sistémico, en la que se distinguen las de alto riesgo (que incluye los dos grandes grupos bancarios alemanes), riesgo medio y bajo riesgo sistémico (preferentemente cajas y cooperativas de crédito), sometiendo las entidades que entran en cada escala a diferentes regímenes de supervisión, particularmente rigurosos en el primer caso.

(59) *Report del Financial Stability Forum*, noviembre de 2009, 9; otras referencias en MÜLLER-GRAFF, *EWS* 6/2009, 211.

(60) PAZ-ARES, «La responsabilidad de los administradores como instrumento del gobierno corporativo», *RdS*, núm. 20, 2003, pp. 67 y ss.; contra la procedencia de la distinción en el Derecho español de la responsabilidad por violación de los deberes de lealtad y de diligente administración QUIJANO, «Recomendación de buen gobierno corporativo y responsabilidad de los administradores»,

que esa regla se aplica a partir de unos presupuestos. La primera condición para que los administradores se eximan de las consecuencias derivadas de decisiones tomadas en el ámbito de la gestión empresarial que *a posteriori* pudieran considerarse erróneas, es que tales decisiones se tomaran con suficiente y adecuada información (61). Sin embargo, en la mayor parte de las ocasiones las decisiones de los directivos de las entidades financieras en materias de inversiones y traslado de riesgos, y que tan directas consecuencias tuvieron para provocar la crisis y, en particular, la de invertir en productos especialmente peligrosos, se tomaron sin la información necesaria (62).

Pero uno de los principales fallos en la estructura de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas se refiere a las dificultades para el ejercicio de la acción de responsabilidad frente a las conductas desleales o a las negligentes. Este debería ser, por ello, un ámbito en el que las reformas legislativas deberían incidir con especial vigor.

5. La última cuestión que la crisis financiera está poniendo sobre la mesa se refiere a la estructura institucional de la supervisión financiera. Como se indicó, el modelo con el que se contaba tradicionalmente estaba basado en una supervisión por agencias públicas independientes (o no) con diferenciación de funciones en consideración al sector sobre el que se proyectaba la labor de vigilancia (bancos y otras entidades de crédito, seguros y fondos de pensiones, o mercados de valores e instrumentos financieros). Los intentos por diferenciar el ámbito de cada sector se centraron preferentemente en los «productos» negociados en esos mercados o en la función que desarrollan los operadores. Las dificultades en la tarea de deslindar las competencias de los diversos organismos de supervisión con este criterio (63) plantearon la necesidad de reordenar el sistema de vigilancia y regulación.

El modelo español de tres organismos («cabezas») no es, ni mucho menos, el único que se conoce en el panorama comparado. Algunos países (64) se inclinaron por un modelo de autoridad supervisora única impuesta por el gobierno. Otros optaron por dos organismos (con dualismo en la supervisión financiera o *twin peaks*) que no delimitan sus funciones en función de criterios sectoriales (mercados o productos) sino que parten de diferenciar el control prudencial de la «solvenencia» de las empresas que intervienen en los mercados financieros y, por otro lado, la vigilancia de las conductas en el mercado (65). Algunos de los problemas regu-

en Embid/Vítolo dirs., *Sociedades Comerciales. Los administradores y los socios. Gobierno corporativo. II Congreso Argentino-Español de Derecho Mercantil*. Iguazú, 2003, Buenos Aires, s.f., pp. 127, 163.

(61) HERNANDO CEBRIÁ, *El deber de diligente administración en el marco de los deberes de los administradores sociales*, Madrid, 2009, pp. 68 y ss.; PAZ ARES, *RdS*, núm. 20, 2003, p. 89.

(62) LUTTER, «Bankenkrise und Organhaftung», *ZIP*, 5/2009, 197.

(63) *Supra* nota 25.

(64) Como es el caso británico tras la *Financial Services and Markets Act* (2000) que crea la *Financial Services Authority* (FSA) (FERRÁN/GOODHART, «Regulatory Financial Services and Markets: an Overview», en Ferran/Goodhart, *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Oxford-Portland, 2002, pp. 1 y ss.), o el alemán tras la creación de la BaFin en mayo de 2002, que agrupa la supervisión de bancos, empresas de servicios de inversión y aseguradoras.

(65) GIL/SEGURA, «La supervisión financiera: situación actual y temas para el debate», *Estabilidad Financiera*, núm. 12, 2007, p. 19, con referencia al modelo de *twin peaks* seguido en Holanda. Advierten GIL/SEGURA (p. 18) que entre las razones que inclinaron a la unificación del sistema de

latorios y de vigilancia que ha suscitado la crisis se vincularon en los EEUU con la dispersión existente en el control y la regulación financiera (66).

En España hace poco más de un año se dio a conocer alguna propuesta de reforma legislativa en este sentido. Tras la crisis esas propuestas han quedado paradas, aunque quizá sea un momento adecuado para reflexionar de nuevo sobre ellas. No obstante, tampoco debe desconocerse que la tendencia a cambiar la estructura de la supervisión financiera en la línea de una unificación en un único organismo o de una diferenciación que no atiende al sector sobre el que proyectan su actividad las entidades supervisoras, sino a los fines de la regulación no son posiciones completamente definidas e indiscutidas. Países que en su día se inclinaron por este tipo de cambios tienden a replantearse su procedencia (67). Por otro lado, en alguno de los sectores afectados (paradigmático es el caso del seguro) existen recelos hacia una unificación de la supervisión que pudiera realizarse mediante una material «absorción» por el organismo que tradicionalmente era más fuerte (señaladamente el Banco nacional), y al riesgo de que éste no atendiese suficientemente las peculiaridades de los demás sectores.

supervisión financiera en Holanda en 1999 dando lugar a que se creara el Consejo de Supervisión Financiera que sustituyó a las entidades con competencias sectoriales en Banca, Seguros y Planes de Pensiones, o Mercados de valores (cuyo último paso es la *Financial Supervision Act*, de 2007) estaba el interés por «resolver los problemas cada vez más frecuentes debidos a la ruptura de las fronteras entre sectores»; «Otro argumento a favor de una estructura consolidada es que resulta más compatible con la necesaria neutralidad del supervisor y contribuiría a reducir el arbitraje regulatorio que puede manifestarse en la existencia de operaciones similares, desarrolladas por diferentes entidades, ofreciendo productos semejantes, sometidos a diferentes reguladores, o una institución supervisada por diferentes autoridades. En todas estas circunstancias se corre el riesgo de que la actividad pueda ser desviada hacia las áreas del sistema con supervisión más tolerante. La reducción de solapamientos entre supervisores y, en su caso, la existencia de lagunas son también elementos que se deben tener en cuenta» (est. cit., 15).

(66) FERNÁNDEZ DE LIS/ MANZANO/ ONTIVEROS/ VALERO, *Rescates y reestructuración bancaria: el caso español*, 12

(67) El gobierno alemán, que salió de las urnas tras las elecciones de septiembre de 2009, está considerando la vuelta al modelo clásico, al achacarse a la BaFin una actitud escasamente vigilante y una eficacia menor en los controles que los que desarrollaba el *Deutsche Bundesbank* (BB, 15.10.2009). Y también en el Reino Unido se ha cuestionado la supervisión realizada en el modelo de *single regulator*.