

Regulación jurídica internacional de los mercados financieros

International legal regulation of financial markets

AURORA HERNÁNDEZ RODRÍGUEZ

Profesora Titular de Derecho Internacional Privado

Universidad de Cantabria

ORCID ID: 0000-0002-1376-497X

Recibido: 19.07.2022 / Aceptado: 27.07.2022

DOI: 10.20318/cdt.2022.7194

Resumen: El colapso del Sistema de Bretton Woods a principios de los años 70 del pasado siglo, supuso la liberalización de las finanzas y la desregulación de los mercados financieros por parte de la mayoría de los países desarrollados. Algo que trajo consigo de manera inmediata, dada la alta volatilidad y riesgo de dichos mercados, el surgimiento de sucesivas crisis económicas, siendo la más importante la acontecida en 2008. Esta última, originada por las hipotecas *subprime* en EEUU y que rápidamente se extendió a todos los países del planeta, dada la falta de regulación y control sobre el emergente sistema financiero internacional, puso en peligro la propia estabilidad y credibilidad del sistema económico mundial. En este contexto, resulta más que necesario plantearse, siendo este el objeto de este trabajo, cuál ha sido, desde entonces hasta ahora, la respuesta por parte del Derecho a los profundos cambios jurídicos, sociales y económicos, derivados del dominio de las finanzas sobre la sociedad global en su conjunto.

Palabras clave: Financiarización, Derecho Financiero Internacional, mercados financieros, Arquitectura Financiera Internacional, Nueva Lex Mercatoria; Lex Financiera, Organismos Financieros internacionales, G-20, BIS, FSB, FM.

Abstract: The collapse of the Bretton Woods System in the early 1970s led to the liberalization of finance and the deregulation of financial markets by most developed countries. Something that immediately brought with it, given the high volatility and risk of these markets, the emergence of successive economic crises, the most important being that which occurred in 2008. The latter, caused by subprime mortgages in the US and which quickly spread to all countries on the planet, given the lack of regulation and control over the emerging international financial system, endangered the very stability and credibility of the world economic system. In this context, it is more than necessary to consider, this being the object of this work, what has been, from then until now, the response by Law to the profound legal, social and economic changes, derived from the domain of finance over global society as a whole.

Keywords: Financialization, Economy, Financial Law, financial markets, International Financial Architecture, New Lex Mercatoria; Lex Financiera, International Financial Organizations, G-20, BIS, FSB, FM.

Sumario: I. Introducción. II. La financiarización de la economía mundial. 1. Concepto y origen. 2. Expansión y transformación del negocio financiero. 3. Impacto de la financiarización sobre la Economía. A) Las empresas no financieras. B) El Estado C) Los ciudadanos. III. La regulación jurídica internacional del mercado financiero. 1. La liberalización y globalización de las finanzas. 2.

Organismos de autoregulación/*Standard-Setting Bodies*. A) Organismos financieros internacionales. a) EL BCBS. b) La IOSCO. c) La IAIS. d) *Joint Forum*. B) Asociaciones de profesionales. a) La ISDA. b) La ICMA. c) La SIFMA 3. La nueva arquitectura de las finanzas tras la crisis de 2008. A) Respuesta política y económica global. B) Especial referencia al FSB. IV. La financiarización del Derecho. 1. Consideraciones generales. 2. Financiarización y Derecho. V. Conclusiones.

I. Introducción

1. La complejidad de la regulación jurídica internacional del mercado financiero, entendiendo por tal el mecanismo de asignación del ahorro a las necesidades de financiación en un ámbito global, es de tal calado que no sólo impide su aprehensión por parte de una única rama del ordenamiento jurídico¹, sino que además supone una reversión de la forma tradicional de elaborar el Derecho². El surgimiento de la *lex financiera*, gestada por las entidades, instituciones y demás agentes, principalmente asociaciones de profesionales que operan en este mercado, y que integran el sistema financiero, deja de ser una simple manifestación más de la *nueva Lex Mercatoria* en el comercio internacional, como se verá más adelante, para adquirir fuerza de ley a través de su incorporación a las legislaciones nacionales, y regionales, caso este último del Derecho de la UE.

2. Para comprender el origen, la evolución y el estado actual de la regulación jurídica internacional del mercado financiero, resulta necesario comenzar realizando una referencia, aunque sucinta, a la financiarización de la economía mundial. La desregularización de las finanzas, factor clave para la libre circulación del capital, cuyo origen hay que situar en la década de los setenta del siglo pasado, se vio acompañada inmediatamente de la necesidad de dotar al mercado financiero, en sus tres modalidades sectoriales: valores, banca y seguros, de una nueva regulación con el fin de asegurar el funcionamiento eficiente del mercado. Este nuevo marco normativo, que se ha venido a denominar “la *arquitectura financiera internacional*” (AFI), se sustenta sobre tres pilares básicos: regulación del mercado, supervisión y tratamiento de las situaciones de crisis.

3. Este proceso de “re-regulación” de los mercados financieros a nivel internacional, lejos de orquestarse, dado su carácter global, en el seno de instituciones internacionales, como pudieran ser la ONU o el FM, ha quedado relegado a una diversidad de organismos financieros internacionales, sin per-

¹ El denominado “Derecho Financiero Internacional” (*International Financial Law*), comienza a gestarse como parte especial del Derecho Internacional Económico (en adelante, DIE) tras el colapso del sistema de Bretton Woods a principios de los años 70 del pasado siglo. Desde entonces hasta ahora, esta rama del Derecho Internacional Público ha tratado progresivamente de dar respuesta a los problemas suscitados por la “nueva” Economía mundial, dominada por el crecimiento económico y los mercados financieros. En este sentido, se ha llegado a decir que el Derecho Financiero Internacional ha sido, y sigue siendo, “hijo” de las diversas crisis económicas que se han ido sucediendo a lo largo de las últimas décadas. En su actual fase evolutiva, cabe afirmar que el Derecho Financiero Internacional se centra más en las instituciones y organizaciones financieras internacionales, y en la comunicación, cooperación y coordinación de los sistemas financieros nacionales en el ámbito internacional que en la propia regulación jurídica de los mercados financieros. Dicha regulación ha quedado relegada al *soft law* internacional y a las legislaciones nacionales. Resulta necesario realizar una serie de consideraciones: 1^a) En la regulación jurídica del sistema financiero internacional confluyen un conglomerado de normas de Derecho Público, nacional, regional e internacional, incluido el *soft law*; 2^a) El hecho de que el núcleo duro de la regulación de los mercados financieros recaiga en este tipo de normas no vinculantes para los Estados, hace dudar de la propia existencia del Derecho Financiero Internacional como tal, al menos en lo que concierne a esta parte del sistema financiero; 3^a) Junto a las normas de Derecho Público, nacional, regional e internacional, conviven otro tipo de normas de Derecho Privado, destinadas a regular los servicios y operaciones financieras en este contexto de expansión, interconexión y convergencia de los mercados y que forman parte del denominado Derecho del comercio internacional; 4^a) Por tanto, en la regulación jurídica internacional del mercado financiero confluyen una yuxtaposición de normas de Derecho Internacional Público, Derecho Internacional Privado, legislaciones nacionales y regionales y *soft law*. Cuestiones de coherencia científica impiden aglutinar todo este cuerpo normativo en una única y exclusiva rama del Derecho, por mucho que se la quiera llamar “Derecho Financiero Internacional”.

² *Vid.*, entre otros, G. BIANCO, “Testing the *Stufenbau* in International Financial Law”, *Estudios de Deusto*, vol. 67/1, enero-junio 2019, pp. 23-40.

sonalidad jurídica internacional ni capacidad de decisión, pero con altos conocimientos técnicos y suficiente poder como para “imponer” sus propias “normas” a los Estados. Surge, por tanto, la necesidad de plantearse cuál es el verdadero alcance de esta regulación y sus posibles repercusiones para el Derecho.

II. La financiarización de la economía mundial

4. La regulación jurídica internacional de los mercados financieros está íntimamente ligada a dos fenómenos distintos, pero íntimamente relacionados: la financiarización de la vida económica y la globalización de las finanzas³. Comenzaremos por el primero de ellos, para pasar posteriormente a analizar el segundo en el siguiente epígrafe.

1. La financiarización: Concepto y origen

5. A pesar de ser uno de los términos más utilizados en la ciencia económica para referirse a la fase actual del capitalismo, no existe una definición precisa y comúnmente aceptada del mismo. No obstante, y en un sentido amplio, puede decirse que: “la financiarización se refiere a la creciente importancia de los intereses financieros, los mercados financieros y los agentes e instituciones financieras en el funcionamiento de las economías nacionales e internacional”⁴.

6. El concepto de financiarización se utiliza, por tanto, para enfatizar que la nueva naturaleza de las finanzas no se circunscribe solo y exclusivamente a su crecimiento cuantitativo, sino que va más allá, alterando con intensidad y profundidad la lógica de funcionamiento de la economía en su conjunto⁵.

7. Desde esta perspectiva, la financiarización se entiende como: a) el aumento de la importancia del *capital financiero*, traducido éste en el creciente protagonismo económico y político de los agentes que lo representan, y, por tanto, en el incremento de la capacidad para imponer sus intereses; b) la expansión y transformación de los espacios en los que el capital financiero se desenvuelve: los *mercados financieros* y; c) la configuración de una *nueva lógica del funcionamiento de la economía*, que se impone y expande al resto de los sectores económico. Así sucede, por ejemplo, con: las empresas no financieras, que ven condicionada su actividad por los mercados financieros; los propios Estados, cuya soberanía en materia de política económica queda diluida; las divisas, que dejan de ser un instrumento al servicio de las transacciones económicas internacionales para convertirse en un activo financiero con dinámica propia y; los diferenciales de tipos de interés y de cambio, que se tornan determinantes, no sólo en los flujos financieros internacionales, sino también en los intercambios comerciales y productivos.

³ Este es un fenómeno que tiene su origen en Estados Unidos en la década de los 80 del pasado siglo, pero que se extiende rápidamente a otros países convirtiéndose en una manifestación más de la globalización. Vid. J. BELLMARY FOSTER, “The financialization of capitalism”, *Monthly Review*, abril 2007, pp. 1-12.

⁴ Vid. G. A. EPSTEIN (ED.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham, 2005, pp. 3-16, esp. p. 5.

⁵ Sobre la financiarización y su papel dentro del funcionamiento económico, *vid., ad ex.*: J. BALLESTEROS, “Contra la financiarización de la economía y la mercantilización de la sociedad”, *AFDUC*, 17, 2013, pp. 55-68; F. CHESNAIS, *La mondialisation du capital*, Syros, Paris, 1996; G. A. EPSTEIN (ED.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham, 2005, pp. 3-16; E. KARWOWSKI, “Towards (de)-financialisation: the role of the state”, *Cambridge Journal of Economics* vol. 43 (4), 2019, pp. 1001-1027; G. KRIPPNER, *Capitalizing on Crisis. The Political Origins of the Rise of Finance*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 2011; E. PALAZUELOS, *La globalización financiera: la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*, Síntesis, Madrid, 1998; B. MEDIALDEA GARCÍA/A. SANABRIA MARTÍN, “La financiarización de la economía mundial: hacia una caracterización”, *Revista de Economía Mundial*, 32, 2013, pp. 195-227; T. PALLEY, “Financialization: What it is and why it matters”, *Working Paper 525, The Levy Economics Institute*, 2007; J. P. MATEO, “La financiarización como teoría de la crisis en perspectiva histórica”, *Cuadernos de Economía*, 34, 2015, pp. 23-44; M. MASSÓ/M. PÉREZ-YRUELA, “La financiarización en España: ¿la emergencia de un nuevo modelo de acumulación?” *Revista Española de Investigaciones Sociológicas*, 2017; C. SERFATI, “La dominación del capital financiero: ¿qué consecuencias?”, en F. CHESNAIS/D. PLIHON (COORDS), *Las trampas de las finanzas mundiales*, Akal, Madrid, 2003, pp. 59-72.

8. La financiarización es un proceso de largo recorrido, aún sin concluir, cuyo origen hay que situar en *la denominada crisis fordista*, - auténtico punto de inflexión en la historia del capitalismo-, que tuvo lugar en la década de los 70 del pasado siglo. Durante esos años, se produjo una ralentización del crecimiento de la productividad en la OCDE, que se prolongó durante los años 80, derivada de la combinación de un conjunto de factores, tales como: el agotamiento tecnológico, la pérdida de eficacia de los métodos “fordistas” de organización del trabajo y; la escalada de conflictos sociales en torno a los salarios. Como consecuencia de todo ello: la rentabilidad de las empresas comenzó a caer, el crecimiento industrial se desaceleró; el desempleo y la inflación aumentaron; el comercio internacional frenó su crecimiento; se sucedieron diversas crisis bursátiles en diferentes países; incrementó el precio del petróleo y otras materias primas, y tras diversas tensiones monetarias y la devaluación de varias monedas, desaparece el Sistema Monetario Internacional (en adelante, SMI), establecido en los Acuerdos de Bretton Woods.

9. En este contexto, el deterioro de la rentabilidad obtenida en la actividad productiva y la liquidez puesta en circulación por lo países petroleros, cuyos ingresos aumentaron al ritmo de la subida del precio del crudo, estimularon la búsqueda de negocios alternativos, impulsando el ascenso y expansión del capital financiero. Pronto el desarrollo de los mercados financieros internacionales se vio estimulado por la combinación de otra serie de factores como: la necesidad de financiación de los crecientes déficits públicos de la mayoría de los países desarrollados, las nuevas estrategias financieras de las grandes empresas del sector; el desarrollo de las tecnologías de la información y de la comunicación; el nuevo SMI, en el que el valor de las monedas quedó sujeta a las fluctuaciones del mercado; y el deterioro de la capacidad reivindicativa de los trabajadores.

10. Ante la necesidad de restablecer la estabilidad económica, se comienza a aplicar por parte de un gran número de Estados en los primeros años de los 80, *el denominado “programa neoliberal”*, asentándose con ello, definitivamente, las bases de la financiarización. Bajo esta percepción, se considera que solo un mercado financiero libre puede recuperar la inversión y el crecimiento, y consecuentemente, debe establecerse un nuevo marco macroeconómico, donde el mercado y los intereses de capital financiero ganen importancia frente al Estado y al capital industrial⁶.

Las medidas neoliberales que impulsan directamente la financiarización se concentran en dos sectores: el mercado de trabajo por un lado, y el sistema financiero por otro lado. Respecto al primero, se rompen los compromisos adquiridos en la posguerra. Las condiciones de trabajo se precarizan, los salarios directos se congelan y se deterioran los componentes indirectos de los mismos. Llegándose a decir que “el gobierno pasa de defender el salario (...) a defender a la empresa”⁷. En el ámbito financiero, se configura lo que se ha venido a llamar “la economía de los sistemas financieros liberalizados”, mediante la adopción de una diversidad de medidas, como: a) la reorientación de la política monetaria; b) apertura financiera, que permite la desconexión entre el ahorro y la inversión nacional y estimula los movimientos de capital a escala mundial; c) liberalización de los sistemas financieros nacionales; d) la financiación de los déficits públicos a través de los mercados financieros y; e) la desregulación del sistema financiero, a la que nos referiremos más adelante de forma detallada.

11. Todos estos factores han influido, en las últimas décadas, a la expansión exacerbada de la actividad financiera internacional, la transformación de los mercados financieros, y el cambio de las estrategias de rentabilidad de las grandes compañías transnacionales, orientando ahora su actividad de manera notoria a la obtención de las altas rentabilidades que se obtienen en los mercados financieros.

⁶ Vid. B. BEDIALDEA GARCÍA/A. SANABRIA MARTÍN, “La financiarización de la economía mundial: hacia una caracterización”, *Revista de Economía Mundial*, 32, 2013, pp. 195-227, esp. 199-201.

⁷ Vid. R. BOYER, *Le politique a l'ère de la mondialisation et de la finance: le point sur quelques recherches regulationnistes*, CEPREMAPA, Paris, 1998, p. 26.

2. Expansión y transformación del negocio financiero

12. Tres son los rasgos fundamentales que permiten caracterizar el proceso de financiarización como un proceso de cambio estructural e incompleto de las economías contemporáneas: a) Expansión de las finanzas; b) Transformación del ámbito financiero (productos, mercados y agentes) y; c) Desregulación.

A) Expansión de las finanzas

13. Tras un primer impulso durante la década de los setenta, durante los ochenta las transacciones financieras internacionales comienzan a expandirse de forma acelerada, expansión que se mantiene a un ritmo muy elevado durante los años siguientes. Los flujos de capital privado entre países crecen muy por encima de la actividad económica. Según las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI en solo dos décadas, entre 1985 y 2005, pasan de suponer el 7,4% al 27,6% del PIB, como consecuencia de un doble proceso. Por una parte, los mercados financieros nacionales se internacionalizan, debido a que desaparecen las restricciones que limitan la entrada de inversores extranjeros y la emisión por parte de agentes nacionales de activos financieros en los mercados internacionales. Y, por otra parte, estos mercados internacionales se expanden a un ritmo trepidante, tanto el de crédito, como el de títulos (deuda y acciones) y los de otros instrumentos financieros que analizamos a continuación.

B) Transformación relativa a mercados, productos y agentes

14. Este proceso de expansión viene acompañado de un proceso de transformación del ámbito financiero, tanto de la naturaleza de los mercados como de los productos que se intercambian en éstos y de los agentes implicados⁸.

a) Mercados financieros

15. Por un lado, los mercados financieros nacionales crecen y se internacionalizan. Un ejemplo de ello: el valor de capitalización de las bolsas del conjunto de países respecto del PIB mundial se ha triplicado en las últimas décadas. Además, en las bolsas nacionales cada vez participan en mayor medida agentes extranjeros. Otro rasgo definitorio de esta transformación de las finanzas se encuentra en el surgimiento de mercados financieros internacionales, donde tanto el comprador como el vendedor pueden ser de distintos países y realizar transacciones en distintas monedas.

b) Productos

16. La formidable expansión del ámbito financiero también ha venido acompañada de una profunda transformación de los productos.

17. Los títulos de deuda emitidos por gobiernos y grandes empresas, así como los créditos, se incrementan notablemente en términos absolutos y siguen siendo los activos más importantes, pero pierden algo de peso a favor de las acciones que, aun así, mantienen una presencia reducida.

⁸ *Vid. ad ex.*: E. PALAZUELO, *La globalización financiera: la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*, Síntesis, Madrid, 1998, pp. 100-128; A. MARTÍNEZ GONZÁLEZ-TABLAS/B. MELDIALDEA, “Reflexión crítica sobre la globalización financiera”, *Ekonomiaz*, 2001, nº 48, pp. 58-91; A. MARTÍNEZ GONZÁLEZ-TABLAS, *Economía política mundial. T. I. Las Fuerzas Estructurantes*, Ariel, Barcelona, 2007, pp. 305-306; B. BEDIALEA GARCÍA/A. SANABRIA MARTÍN, “La financiarización de la economía mundial: hacia una caracterización”, *Revista de Economía Mundial*, 32, 2013, pp. 195-227, esp. pp. 203-204.

18. El auge del mercado internacional de crédito se acompaña de una complejidad paulatina de los productos negociados. En particular, tras la crisis de la deuda externa de principios de los años ochenta los bancos occidentales comienzan a diseñar fórmulas para reducir el riesgo asociado a la concesión de créditos. Dicha estrategia se traduce en la generalización de los créditos sindicados (concedidos por un *pool* de bancos, con uno que ejerce de líder) y la utilización masiva de *swaps* (intercambios de activos), que sentarán las bases para el surgimiento de la titulización de los créditos⁹. Posteriormente la titularización se extiende a otros instrumentos, como los bonos públicos y los emitidos por las empresas. De ese modo, surgen y proliferan los denominados “productos estructurados”, que se componen a partir de titulaciones de diversos activos financieros. Se trata de productos cada vez más complejos que añaden una creciente opacidad al funcionamiento de los mercados de capitales tradicionales.

19. Igual que sucede con los productos estructurados, las fuerzas que impulsan la expansión del negocio financiero propician el surgimiento de otros nuevos activos, con lo que se desarrollan nuevos mercados financieros cuya dimensión e influencia termina por sobrepasar a la de los mercados de capitales tradicionales. Los dos casos más destacados corresponden a las divisas y los derivados: originalmente instrumentos funcionales a la intermediación financiera, pero, a partir de los años ochenta, se convierten en activos financieros capaces de rendir beneficios muy superiores a los que se obtienen en los propios mercados financieros tradicionales

20. Por último, a lo largo de estas décadas se producen fuertes innovaciones en el ámbito de las finanzas: los mercados y los instrumentos financieros se vuelven más complejos, menos transparentes y surgen mercados “a la sombra”, donde no hay ningún tipo de regulación o normas formales, ni las actividades quedan registradas en ningún lado. (Khraisha y Arthur 2018). El caso extremo de asunción de riesgos elevados lo representan los denominados “fondos de cobertura” (*hedge funds*), que se especializan en colocaciones muy arriesgadas y, por tanto, muy rentables¹⁴. Además, esas operaciones son efectuadas con elevadísimos grados de apalancamiento y, en la mayoría de los países, no están sujetas a ningún tipo de normativa regulatoria. Por ese motivo, en ocasiones obtienen ganancias estratosféricas y otras veces sufren fracasos financieros estrepitosos.

c) Agentes

21. Paralelamente, se modifican cuáles son los agentes que intercambian esos productos y que intervienen en dichos mercados. El crecimiento del sistema financiero en las últimas décadas ha ido de la mano del surgimiento de nuevos actores como los intermediarios financieros y los fondos de inversión junto con estructuras legales más complejas y frecuentemente opacas que regulan los mercados financieros¹⁰. (Pistor 2019y Masso 2020).

22. Los principales agentes que operan en los mercados financieros son: a) Las entidades bancarias y; b) Los inversores institucionales.

23. a’) Entidades bancarias: Dentro de las entidades bancarias cabe distinguir entre: bancos comerciales, cuya principal función es la captación de depósitos y, bancos de inversión, que no aceptan depósitos y su función es de intermediación para conectar a los inversores con los mercados de capitales. Además, pueden intermediar en operaciones de compraventa de instrumentos financieros, y tomar posición propia en los mercados de capitales (emiten títulos, tienen una cartera de activos propia, etc.).

⁹ Esta titularización consiste en la conversión de un crédito en bonos (referidos al valor de dicho crédito) que se pueden negociar en el mercado conforme a las expectativas de cobro que ofrece el deudor. Los bancos comienzan a utilizarlos como instrumento de cobertura de riesgo y también como medio para obtener beneficios financieros.

¹⁰ Vid. B. BEDIALDEA GARCÍA/A. SANABRIA MARTÍN, “La financiarización de la economía mundial: hacia una caracterización”; *Revista de Economía Mundial*, 32, 2013, pp. 195-227, esp. pp. 205-207;

24. Ahora bien, en las últimas décadas, los bancos comerciales han experimentado importantes cambios en la medida en que buena parte de la captación y movilización del ahorro se traslada directamente a los mercados financieros¹¹. De esa manera, se difuminan los límites entre los mercados de dinero y de capital, a la vez que los bancos modifican su naturaleza y funcionamiento. Ya no son los receptores prioritarios del ahorro, porque se multiplican las alternativas para su colocación, y en muchos países tienden a dejar de ser la fuente de financiación fundamental para las grandes empresas, que recurren crecientemente a los mercados de capital. Por ese motivo, ante la pérdida de una parte de su negocio, los bancos han reorientado su actividad: lanzando nuevos productos (como las titulaciones de crédito), participando directamente en la negociación de activos financieros, utilizando las innovaciones aportadas por la ingeniería financiera, ampliando sus funciones de asesoramiento sobre actividades financieras y reestructuraciones empresariales, y adquiriendo un papel crucial como “creadores de mercado” (market makers).

25. Los bancos son, además, quienes proporcionan el grueso del crédito concedido para adquirir activos financieros. De ese modo, se difuminan en gran medida las fronteras que distinguían las funciones entre la banca comercial y la de inversión¹², dando lugar a lo que se denomina “hibridación” entre bancos y finanzas de mercado¹¹ (Martínez González-Tablas, 2007: 303)¹².

b') Inversores institucionales

26. Los gestores profesionales de ahorro colectivo, sobre todo los fondos de inversión, los fondos de pensiones y las compañías de seguros, emergen como nuevos protagonistas de los mercados financieros (Aglietta, 1998; Jeffers y Plihon, 2001; Plihon, 2004 y Crotty, 2005).

27. Los inversores institucionales serían tanto aquellos agentes que se pueden encuadrar tanto en las instituciones de inversión colectiva como en aquellas de ahorro contractual (fondos de pensiones, fondos de inversión y compañías de seguros). Estos inversores institucionales, junto a la banca de inversión y comercial, forman parte del núcleo duro del capital financiero internacional, y además se encuentran fuertemente relacionados entre sí (por ejemplo, los fondos de inversión gestionan en muchas ocasiones diversos fondos de pensiones). Los inversores institucionales han captado durante las últimas décadas buena parte del ahorro de los hogares para rentabilizarlos, y la banca ha seguido manteniendo un papel central, gestionando y rentabilizando el ahorro captado de los hogares, e impulsando además la liquidez de los mercados financieros internacionales. Ejemplos de grandes bancos a nivel internacional que han mantenido un fuerte vínculo con inversores institucionales podrían ser Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Deutsche Bank, BNP Paribas o el Grupo Santander.

c') Otros agentes financieros

28. Por último, cobra también una creciente importancia la pléyade de agentes financieros que contribuyen a complicar y oscurecer el funcionamiento de los mercados financieros. Es el caso de los *brokers*, *traders* y demás intermediarios, así como de las agencias calificadoras de riesgo.

Estas últimas pasan a ocupar un lugar central en la evolución de unos mercados cada vez más complejos y opacos, en los cuales la evaluación del riesgo es a la vez difícil y necesaria. El mercado de calificación está dominado por tres empresas (Standard & Poors, Moody's y Fitch), que influyen de forma determinante en la toma de decisiones de los demás agentes financieros, sobre todo en lo que se

¹¹ Vid. A. MARTÍNEZ GONZÁLEZ-TABLAS, *Economía política mundial, T. 1, Las fuerzas estructurantes*, Ariel, Barcelona, 2007, p. 303.

¹² En 1999, EEUU, por ejemplo, derogó la *Banking Act*, 1933, más conocida como *Ley Glass-Steagall*, que separaba entre las actividades de banca comercial y de inversiones, y que fue elaborada en el contexto de la Gran Depresión.

refiere a los activos más arriesgados, aunque también en los más seguros (bonos soberanos), pudiendo llegar a condicionar así la política económica de los Estados.

C) Desregulación

29. Desde la década de los 80, los mercados financieros han experimentado un proceso complejo y cada vez de mayor desregulación y liberación financiera centrado en la eliminación de los topes a las tasas de interés, la gestión de la competencia entre los bancos y la promoción de prácticas de titulización para desarrollar mercados secundarios.

30. Ahora bien, este proceso de desregulación, por paradójico que pueda parecer, no ha supuesto la ausencia de regulación de los mercados. Más bien, puede decirse que la financiarización es el resultado de un nuevo tipo de regulación, consistente en la creación de nuevas reglas para asegurar la libre circulación de capitales y la creación de productos financieros complejos. La desregulación consiste en aplicar el poder regulatorio a la creación de mercados más libres y competitivos, como veremos más adelante¹³. La sofisticación de los productos y prácticas financieras para gestionar el riesgo y la incertidumbre, especialmente a partir de la década de los 70, requirió la inclusión de un cuerpo normativo y regulatorio, elemento esencial del proceso de innovación.

3. Impacto de la financiarización sobre la economía

31. El crecimiento del sistema financiero en las últimas décadas ha ido acompañado de una relación cada vez más compleja entre los actores socioeconómicos,- principalmente: las empresas no financieras, los ciudadanos y el Estado-, y los mercados financieros¹⁴.

A) Las empresas no financieras

32. La prevalencia del capital financiero sobre el sistema productivo y comercial ha originado importantes transformaciones en las empresas no financieras, afectando en lo esencial al concepto mismo de propiedad e inversión empresarial.

33. La financiarización altera los objetivos de los propietarios de capital de las empresas no financieras. De tal forma, las empresas pasan a ser de una organización destinada a fines de producción a convertirse en una cartera de inversiones constituida por activos divisibles y líquidos, donde el principal objetivo de los propietarios/accionistas se dirige a la obtención de la máxima rentabilidad. En este sentido, cambian los objetivos de la empresa acorde a los intereses de los accionistas, primando una óptica más financiera que persigue a toda costa maximizar el valor financiero de la empresa e imponiendo sus intereses dentro de la empresa en detrimento de la capacidad de acción de los gestores y de los trabajadores. Surge así lo que se ha venido a denominar “la soberanía accionarial de las empresas”.

34. En este contexto, se gestan nuevas estrategias empresariales (*corporate governance*), orientadas fundamentalmente a maximizar el valor de mercado de las acciones, mediante el recorte de capital

¹³ Vid. M. MASSÓ/M. DAVIS/N. ABALDE. “The problematic conceptualization of financialisation: differentiating causes, consequences and socio economic actors’ financialised behaviour”, *Revista Internacional de Sociología*, vol. 78 (4), e 169, octubre-diciembre 2020, esp. p. 4, disponible en: ; K. PISTOR. *The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality*, Princeton University Press, Princeton, 2019.

¹⁴ Vid. M. MASSÓ/M. DAVIS/N. ABALDE. “The problematic conceptualization of financialisation: differentiating causes, consequences and socio economic actors’ financialised behaviour”, *Revista Internacional de Sociología*, vol. 78 (4), e 169, octubre-diciembre 2020, esp. pp. 6-8, disponible en:

empleado. Algo que se consigue a través de una serie de medidas como: fusiones empresariales, externalizaciones, subcontrataciones, despidos de trabajadores o concentración de la actividad en los segmentos más rentables. En definitiva, se pasa de una estrategia de “retener y reinvertir” los beneficios de la empresa priorizando su crecimiento a medio y largo plazo, a otra estrategia de “reducir y repartir”, esto es, reducir el capital propio y potenciar al máximo el valor financiero para incrementar el reparto de dividendos entre accionistas (Lazonik y O’Sullivan 2000, Masso 6).

35. Por otro lado, respecto a la inversión empresarial, muchas empresas teniendo en cuenta que la rentabilidad financiera supera ampliamente a la obtenida en el ámbito productivo, desvían parte de los recursos al negocio financiero en lugar de destinarlos a nuevas inversiones productivas. En suma, las empresas comienzan a dirigir y conducir sus recursos al sistema financiero, generándose una desconexión entre rentabilidad empresarial e inversión.

B) El Estado

36. El Estado es uno de los principales impulsores del proceso de financiarización de la economía, principalmente a través de la aplicación del programa neoliberal, potenciando la apertura de las economías y la liberalización de los mercados, y mediante políticas económicas favorables a los intereses del capital financiero, como la prioridad por el control de la inflación, por mantener unos tipos de interés reducidos, o por llevar a cabo una política fiscal contractiva para controlar el gasto público y priorizar el pago de los compromisos financieros.

37. Además, el Estado también ha sido un agente creador de activos y mercados financieros, a través de la privatización de empresas públicas que pasan a cotizar en bolsa, de cambios regulatorios favorables a la patrimonialización financiera de los hogares (por ejemplo, incentivado el sistema privado de pensiones), o de una inexistente o deficitaria regulación estatal de la innovación financiera.

38. Los mecanismos empleados por los Estados para financiar su déficit han favorecido el desarrollo de mercados de deuda pública y de instrumentos de deuda en busca de liquidez. En el caso de los mercados de deuda pública, la financiarización está asociada a un intenso proceso de desregulación e innovación financiera que comenzó en la década de 1980 en la mayoría de los países europeos.

39. No obstante, el Estado además de ser un agente impulsor de este proceso de financiarización se ha convertido también en una “víctima” del mismo. Los Estados han decidido reducir las presiones fiscales, dotar de “independencia” a los Bancos Centrales, privatizar sectores bancarios públicos, etc., por lo que cada vez dependen más de la captación de financiación de los mercados financieros. Esta dependencia obliga a los Estados a asumir los costes que los inversores privados imponen a la financiación. En ese sentido, el Estado pierde prácticamente su margen de actuación en materia de política económica (monetaria, fiscal, cambiaria, etc), y se ve obligado a realizar aquellas reformas estructurales (privatizaciones, reformas laborales, reformas del sistema de pensiones, etc.), que favorecen el interés de los agentes financieros, sin tener en cuenta el bienestar de los ciudadanos.

C) Los ciudadanos

40. La financiarización incide también en el consumo y en la vida cotidiana de los ciudadanos, y lo hace de distinta manera. La innovación financiera posibilita que cada vez mayores capas de la población puedan acceder a instrumentos financieros, si bien el impacto es heterogéneo en tanto que depende de los niveles de ingreso. Así, por ejemplo, mientras el patrimonio financiero queda relegado a determinadas familias, aquellas con rentas más altas, el crédito al consumo y, por ende, el endeudamiento, se concentra en el resto de los ciudadanos.

41. De igual modo, el mercado financiero se está imponiendo como único mecanismo para distribuir el acceso a diversos recursos económicos, sociales y culturales (pensiones, sanidad, educación, etc.). En consecuencia, las políticas sociales y públicas trasladan la responsabilidad de la provisión del Estado de bienestar a los individuos, “pasando estos últimos de ciudadanos con derechos, a consumidores con tarjetas de crédito”¹⁵.

III. La regulación jurídica internacional del mercado financiero

42. Más allá de las posibles consideraciones éticas que se pudieran realizar sobre el actual sistema económico internacional tal y como ha quedado expuesto más arriba, -algo que no ha lugar-, procede ahora analizar cómo ha ido gestándose a nivel internacional la respuesta jurídica a esta nueva realidad de la economía mundial, dominada por las finanzas internacionales, comenzando para ello por el punto de inflexión que supuso el colapso del sistema de Bretton Woods, para pasar seguidamente a prestar especial atención a los organismos internacionales, creados *ex profeso* para la elaboración de las normas que han de regir los mercados internacionales, y finalmente detenernos en la nueva arquitectura de las finanzas internacionales, tal y como ha quedado “rediseñada” tras la crisis económica mundial del año 2008.

1. La liberalización y globalización de las finanzas

43. En 1944, tras la finalización de la II Guerra Mundial, los poderes aliados bajo el liderazgo de los Estados Unidos y el Reino Unido, representados respectivamente por Franklin D. Roosevelt y Winston Churchill, acordaron diseñar un nuevo escenario para la economía mundial. El sistema de Bretton Woods se basaba en tres pilares básicos: comercio multilateral (GATT), desarrollo económico e inversión (BM) y estabilidad del sistema monetario internacional (FMI)¹⁶.

44. El diseño de las relaciones monetarias, con el FMI como centro del sistema de tipos de cambio fijos basado en el dólar americano y su vinculación con el oro, funcionó relativamente bien hasta principios de los 70, momento este en el que EEUU abandonó la vinculación entre el dólar y el oro, como resultado de la situación económica que atravesaba el país, derivada entre otras causas de la Guerra de Vietnam, la Guerra Fría y el aumento del gasto social. Desde entonces, los mercados

¹⁵ Sobre las consecuencias sociales de la expansión de la financiarización: la erosión de la relación capital-trabajo; el crecimiento de la desigualdad y la mercantilización de la vida diaria y los derechos sociales, *vid.*: M. MASSÓ/M. DAVIS/N-ABALDE, “The problematic conceptualization of financialisation: differentiating causes, consequences and socio economic actors’ financialised behaviour”. *Revista Internacional de Sociología*, nº 78(4), octubre-diciembre 2020, disponible en: https://ruc.udc.es/dspace/bitstream/handle/2183/27547/Masso_Matilde_2020_Problematic_Conceptualization_of_Financialisation.pdf?sequence=3&isAllowed=y

¹⁶ No obstante, el sistema Bretton Woods tal y como fue diseñado nunca funcionó: la OIT no acabó de crearse hasta 1994 bajo la denominación de WTO, quedando al amparo hasta entonces del GATT. Respecto al BM, su labor originaria fue pronto usurpada por diferentes vías, primero a través de acuerdos bilaterales de EEUU como el Plan Marshall y otras iniciativas de reconstrucción similares, y posteriormente por la Comunidad Europea con sus programas de ayuda a los países del sur y este de Europa. Todo ello hizo que finalmente el BM se centrara en los países en desarrollo, papel que actualmente sigue desempeñando. Sin embargo, el diseño de las relaciones monetarias, con el FMI como centro del sistema de tipos de cambio fijos basado en el dólar americano y su vinculación con el oro, funcionó relativamente bien hasta principios de los 70. Teniendo en cuenta que no se podía volver al sistema de patrón oro existente con anterioridad a la I GM, se estableció un sistema paralelo, con moneda circulando sobre la base de una relación fija con respecto al oro, mejor que sobre la base de dinero fiat, se pretendía con ello proporcionar una base estable para las finanzas, la inversión y el comercio, y evitar episodios de inestabilidad monetaria similares a los vividos desde 1914 a 1944. Los Movimientos de capital estarían ampliamente controlados a través de restricciones nacionales, con el FMI sosteniendo el sistema a través de la supervisión de los flujos de capital y realizando reajustes del tipo los tipos de cambio cuando así fuera necesario. Este sistema funcionó desde 1945 hasta 1973. *Vid.* R. H. WEBER/D. W. ARNER, “Toward a New Design for International Financial Regulation”, *U. Pa. J. Int’l. L.*, vol. 29:2, 2007, pp. 391-453, esp. pp. 393-398.

financieros han cambiado drásticamente a través de un proceso de liberalización, internacionalización y globalización¹⁷.

45. Varios han sido los factores que han contribuido al proceso de globalización del mercado financiero, entre ellos: 1) la transformación del sistema financiero, pasando de una estructura con tipos de cambio fijos, bajo el sistema de Bretton Woods, a un sistema de liberalización de flujos de capital, muy similar al existente con anterioridad a la I Guerra Mundial; 2) el proceso de desintermediación del mercado financiero, tanto a nivel internacional como nacional, en tanto que los flujos financieros pasan de los bancos tradicionales a los mercados de capital; 3) la innovación tecnológica que ha incrementado la velocidad en la que se transfiere la información en todo el mundo, reforzando la interconexión de los sistemas y mercados financieros; 4) la innovación financiera, haciendo surgir nuevos intermediarios y productos; 5) incremento de la participación del sector privado en la toma de decisiones tanto del desarrollo de los mercados internacionales como en los recursos que los sustentan en detrimento de la influencia de los gobiernos y de los mercados nacionales¹⁸.

2. Organismos de autoregulación financiera/Standard-Setting Bodies

46. La necesidad de ofrecer una nueva regulación jurídica internacional al sistema financiero, quedó latente ya en los años 70, cuando el colapso del *Bankhaus Herstatt* en Alemania y *Penn Central* en los Estados Unidos pusieron de manifiesto no solo la creciente importancia de las finanzas internacionales sino también la aparición de riesgos transnacionales derivados de las importantes interconexiones entre los sistemas financieros nacionales. Como resultado, los principales países implicados mantuvieron una serie de reuniones en la sede del Banco de Pagos Internacional/*Bank for International Settlements* (BIS), que dieron lugar desde entonces a la creación de una serie de organismos especialmente relevantes en lo

¹⁷ Vid. E. AVGOULEAS, *Governance of Global Financial Markets. The Law, the Economics, the Politics*, Cambridge University Press, New York/London, 2012; C. BAMFORD, *Principles of International Financial Law*, 2nd edn., Oxford University Press, Oxford, 2015; R. P. BUCKLEY/E. AVGOULEAS/D. W. ARNER (EDS.), *Reconceptualising Global Finance and its Regulation*, Cambridge University Press, New York/London, 2016; L. BORLINI, "On financial Nationalism and International Law: Sovereignty, cooperation and Hard/Soft Governance in International Finance", *EJIL*, 2020, vol. 31, n1 3, pp. 1133-1155; CH. BRUMMER, *Soft Law and the Global Financial System. Rule Making in the 21st Century*, Cambridge University Press, 2nd ed., New York/London, 2015; S. GADINIS, "Three Pathways to Global Standards: Private, Regulator and Ministry Networks", *AJIL*, 2017, pp. 1-57; CH. MUFARRIGE/T. J. ZYWICKI, "Simple rules for a complex regulatory world: the case of financial regulation", *European Journal of Law and Economics*, 2021, 52, pp. 285-305; M. GIOVANOLO, "A New Architecture for the Global Financial Market: Legal Aspects of International Financial Standard Setting" en M. GIOVANOLO (ED.), *International Monetary Law. Issues for the New Millennium*, OUP, 2000, pp. 3 y ss; J.J. NORTON, "«International Financial Law», An Increasingly Important Component of «International Economic Law»: A Tribute to Professor John H. Jackson" *Michigan Journal of International Law*, 1999, vol. 20, issue 2, pp. 133-148; A. SEGURA-SERRANO, "International Economic Law at a Crossroads: Global Governance and Normative Coherence", *Leiden Journal of International Law*, 2014-3, n° 27, pp. 677-700; M. A. SHAPOVALOV, "Derecho Financiero Internacional: Historia, estado actual y perspectivas de desarrollo", *DiKaion*, 24-1, 2015, pp. 171-195; CH. TIETJE/M. LEHMANN, "The Role and Prospects of International Law in Financial Regulation and Supervision", *Journal of International Economic Law*, vol. 13, n° 3, 2010, pp. 663-682; R. H. WEBER/D. W. ARNER, "Toward a New Design for International Financial Regulation"; *U. Pa. J. Int'l. L.*, vol. 29:2, 2007, pp. 391-453; R. WESSEL/J. WOUTERS, "The Phenomenon of Multilateral Regulation: Interactions between Global, EU and National Regulatory Spheres. Towards a Research Agenda", en A. FOLLESDAL/R. WESSEL/J. WOUTERS (EDS.), *Multilevel regulation and the EU. The Interplay between Global, European and National Normative Processes*, Martinus Nijhoff Publishers, Leiden/London, 2007, pp. 9-47; M. GIOVANOLO, "The Reform of the International Financial Architecture after Global Crisis", *Journal of International Law & Politics*, 2009, pp. 81-123; PH. ARESTIS/S. BASU, *Financial Globalization and Regulation*, Working Paper n° 397. The Levy Economics Institute, December 2003; J. C. FERNÁNDEZ ROZAS, "Regulación versus desregulación internacional de los mercados financieros tras la crisis de 2008", *Agenda Internacional*, año XVII, n° 28, 2010, pp. 197-216; H. S. SCOTT, "An overview of International Finance: Law and Regulation", en A. T. GUZMÁN/A. O. SYKES (EDS.), *Research handbook of International Economic Law*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham/Northampton, 2007, pp. 361-417; D. ZARING, *The Globalized Governance of Finance*, Cambridge University Press, New York/London, 2019.

¹⁸ Vid. D. W. ARNER, *Financial Stability, Economic Growth and the Role of Law*, Cambridge University Press, 2007; R. H. WEBER/D. W. ARNER, "Toward a New Design for International Financial Regulation", *U. Pa. J., Int'l. L.*, vol. 29-2, pp. 391-453.

que posteriormente será la regulación jurídica internacional de los mercados financieros¹⁹. Se inicia así lo que más tarde se conocería como el “Proceso de Basilea”²⁰.

47. Desde entonces, la ordenación del mercado financiero a nivel internacional se viene desarrollando principalmente a través de diversos organismos financieros de carácter sectorial (*Standard-Setting Bodies*), destacando entre ellos: el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria/*Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS), conocido como *Basel Committee*/Comité de Basilea; la Organización Internacional de Comisiones de Valores/*International Organisation of Securities Commissions* (IOSCO) y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros/*International Association of Insurance Supervisors* (IAIS)²¹. A esta labor de autoregulación de los mercados financieros (regulación, supervisión y tratamiento de crisis), desarrollada por estos organismos financieros internacionales, hay que unir el trabajo autonormativo llevado a cabo por otras asociaciones de profesionales, centrado más en la estandarización de las operaciones financieras internacionales.

¹⁹ El Banco de Pagos Internacionales con sede en Basilea (Suiza) es una organización regida por el Derecho internacional que goza de los privilegios e inmunidades necesarios para el desempeño de sus funciones (art. 55 Estatutos BIS). Conocido como el “el banco de los bancos centrales”, el BIS fomenta la cooperación financiera y monetaria internacional y sirve de banco para los bancos centrales. No rinde cuentas ante ningún gobierno. El BIS desarrolla su actividad a través de sus departamentos monetario y económico, bancario, su secretaria general, los comités que alberga y a través de su Asamblea General, en la que tienen derecho de voto y representación sus bancos centrales miembros.

El BIS fue inicialmente creado con la intención de facilitar transferencias pecuniarias que pudieran surgir en el marco de las obligaciones de compensación que aparecieron a raíz de los tratados de paz. Después de la Primera Guerra Mundial, se sentía la necesidad de tener un banco especializado en estas labores y transacciones. Sus estatutos fueron aprobados en un tratado en la Segunda Conferencia de la Haya, de 20 de junio de 1930. El Consejo de Administración original del BIS incluía varios representantes de la Alemania nazi. Después de la Segunda Guerra Mundial, en 1944 en la Conferencia de Bretton Woods, Noruega y EEUU propusieron la liquidación del BIS tan pronto fuera posible, dada la implicación del mismo en la explotación de los activos de los países ocupados durante la Segunda Guerra Mundial., propuesta que nunca se llevó a cabo. Vid. Ch. Hiram, *Trading with the Enemy. The Nazi-American Money Plot, 1933-1949*, Barnes & Noble, 1995; R. F. Mikesell, *The Bretton Woods Debates: A Memoir*, Princeton University, New Jersey, 1994,

En un principio, las acciones del BIS estaban admitidas a negociación en mercados secundarios, lo que convirtió al BIS, en una entidad peculiar: una organización con personalidad jurídica internacional que, sin embargo, tenía accionistas privados. Las instituciones y personas privadas quedaron excluidas, como accionistas a partir de 2000. Los bancos centrales miembros ejercen su derecho de voto en proporción al número de acciones suscritas en su respectivo país (arts. 14 y 44 Estatutos BIS). Actualmente 63 bancos centrales y autoridades monetarias son miembros del BIS (https://www.bis.org/about/member_cb.htm?m=2601). Consultado en julio de 2022)

El BIS alberga los siguientes Comités, cuyos programas están dirigidos por varios grupos de bancos centrales y autoridades supervisoras: 1) Comité de Supervisión Bancaria de Basilea; 2) Comité sobre el Sistema Financiero Global; 3) Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado; 4) Comité de los Mercados; 5) Grupo sobre el Buen Gobierno de los Bancos Centrales; 6) Comité Irving Fischer de Estadísticas de Bancos Centrales. También tiene su sede en el BIS: 1) El Consejo de Estabilidad Financiera; 2) La Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos; 3) La Asociación Internacional de Supervisores de Seguros. Además, el Instituto para la Estabilidad Financiera del BIS facilita la divulgación del trabajo de los organismos de estandarización entre los bancos centrales las agencias supervisoras y reguladoras del sector financiero.

²⁰ Se denomina “Proceso de Basilea” a la forma en la que el BIS promueve la cooperación internacional entre las autoridades monetarias y los agentes de supervisión financiera. Dicha cooperación gira en torno a dos ejes principales: 1) Reuniones periódicas de alto nivel con autoridades monetarias y financieras; 2) Colaboración del BIS con grupos internacionales que persiguen la estabilidad financiera. Los resultados de este proceso se materializan en los estándares elaborados por los diferentes Comités del BIS. Para apoyar la implementación de dichos estándares en todo el mundo, se ha creado el Instituto de Estabilidad Financiera, también dependiente del BIS. Vid. https://www.bis.org/about/basel_process.htm?m=2604

²¹ La creación de organismos financieros internacionales dedicados a la estandarización financiera internacional fue la respuesta política a nivel internacional, orquestada a través del G-7/G-8 y del G-10 tras las sucesivas crisis económicas de finales del siglo XX, para alcanzar como objetivo la estabilidad financiera mundial. Se trataba en definitiva de arrancar un consenso de los representantes de las economías más relevantes para establecer un sistema regulatorio y financiero sólido. Para ello, se hacía necesario formular sólidos principios y prácticas reuniendo a grupos de tecnócratas a nivel internacional con experiencia en este ámbito, tales como el CB, IOSCO, IASIS,; establecer un sistema de supervisión sólido y que las instituciones multilaterales como el FMI y el BM se encargaran de promocionar el cumplimiento de estos principios y prácticas. No obstante, la responsabilidad última para establecer políticas de fortalecimiento de los sistemas financieros recaía en los gobiernos y autoridades financieras nacionales.

A) Organismos financieros internacionales

48. Son organizaciones que tratan de mejorar la cooperación y la coordinación de la vigilancia por las autoridades nacionales de la actividad financiera internacional. Todas ellas tienen en común su naturaleza: son asociaciones de autoridades administrativas del sector financiero. Se caracterizan por su tecnicismo: son agencias especializadas en la regulación y supervisión del mercado financiero.

a) El BCBS

49. El BCBS (*Basel Committee on Banking Supervision*/Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, inicialmente denominado *Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices*/Comité de Ordenación Bancaria y Procedimientos de Supervisión, fue creado por los Gobernadores de los bancos centrales de los países del G10 a finales de 1974²². El Comité de Basilea proporciona un foro para la cooperación entre los países miembros en materia de regulación y supervisión bancaria. Su objetivo es mejorar la comprensión de cuestiones clave de supervisión y mejorar la calidad de la supervisión bancaria en todo el mundo.

50. El BCBS es el principal emisor de estándares globales para la regulación prudencial de los bancos. Los acuerdos sobre suficiencia de capital, conocidos como Basel I, Basel II y, más recientemente, Basel III, se encuentran entre sus publicaciones más importantes y conocidas.

51. Desde su creación, el Comité de Basilea ha ampliado considerablemente sus miembros, estando actualmente integrado por 45 instituciones (bancos centrales y autoridades de supervisión) de 28 países. No obstante, mantiene contactos con supervisores no miembros del Comité a través de consultas, capacitación técnica y cooperación instrumentada a través de comités regionales²³.

b) La IOSCO

52. La IOSCO (*International Organisation of Securities Commissions*/Organización Internacional de Comisiones de Valores) nace en 1983 de la transformación de la asociación interamericana de este tipo de supervisores. En la actualidad es una organización que agrupa a más de 170 supervisores de valores de todo el mundo. Dicha organización pretende intensificar la cooperación entre sus miembros con el fin de promover niveles adecuados de ordenación financiera, intercambiar información y establecer los principios para conseguir una supervisión efectiva de las transmisiones internacionales de valores. Las bolsas y otros organismos de autoregulación pueden afiliarse a la organización.

53. Los estándares más importantes elaborados por la IOSCO son: a) Los “Objetivos y Principios de la Regulación de Valores” (Principios IOSCO), adoptados por la mencionada organización en 1998, constituyen un punto de referencia en la regulación internacional de todos los mercados de valores; b) la “Metodología de evaluación de los principios de IOSCO”, aprobados en 2003 por la mencionada organización para realizar una evaluación objetiva del nivel de implementación de los Principios IOSCO en las jurisdicciones de los miembros y para ayudar a desarrollar planes de acción prácticos para corregir las deficiencias identificadas; c) el “Memorando de Entendimiento Multilateral sobre Consulta y Cooperación e Intercambio de Información” (IOSCO MMoU), que fue diseñado en 2002 para facilitar la ejecución transfronteriza y el intercambio de información entre los reguladores de valores internacionales.

²² Vid. C. GOODHART, *The Basel Committee on Banking Supervision: A history of the early years 1974-1997*, Cambridge University Press, 2011; G. TONIOLO, *Central bank cooperation at the Bank for International Settlements 1930-1973*, Cambridge University Press, 2005

²³ Vid. <https://www.bis.org/bcbs/index.htm>

54. Una de las principales prioridades de la IOSCO es que sus miembros logren la implementación efectiva de los Principios de IOSCO y el MMoU, facilitando así la cooperación transfronteriza, mitigando el riesgo sistémico global, protegiendo a los inversores y asegurando mercados de valores justos y eficientes²⁴.

c) La IAIS

55. La IAIS (*International Association of Insurance Supervisors/Asociación Internacional de Supervisores de Seguros*) es una organización más joven que las anteriores, nacida en 1994, reconociendo que la globalización del mercado financiero alcanza al seguro, y que en este ámbito también resulta necesario contar con un foro de contacto entre las autoridades del sector, con el fin de lograr una mejor protección de los asegurados y promover la existencia de unos mercados de seguros sólidos y eficientes. Objetivos estos que se logran a estableciendo estándares internacionales de regulación y supervisión, suministrando ayuda técnica a sus miembros y coordinando sus labores con las de otros supervisores financieros.

56. En particular, la IAIS ha desarrollado los siguientes estándares: a) los Principios Básicos de Seguros/*Insurance Core Principles* (ICPs) y; b) el Marco Común para la Supervisión de Grupos de Seguros Internacionalmente Activos/*Common Framework for the Supervision of Internationally Active Insurance Groups* (ComFrame). Los ICPs se aplican a la supervisión de todas las aseguradoras. ComFrame se basa en los ICP y establece requisitos mínimos de supervisión que se centran en la supervisión eficaz de todo el conjunto de los Grupos de seguros internacionalmente activos (IAIG). Como parte de ComFrame, la IAIS está desarrollando el Estándar de Capital de Seguros/*Insurance Capital Standard* (ICS) como un estándar de capital consolidado para todo el grupo las IAIG²⁵.

d) Joint Forum

57. Especial mención merece la creación del *Joint Forum*, un grupo de supervisores que se estableció en 1996 bajo los auspicios del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Comité de Basilea), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) para desarrollar del Grupo Tripartito, cuyo informe se publicó en julio de 1995²⁶.

58. La creciente aparición de conglomerados financieros y la difuminación de las distinciones entre las actividades de las empresas en cada sector financiero han aumentado la necesidad de esfuerzos

²⁴ Vid. <https://www.iosco.org/>

²⁵ Vid. <https://www.iaisweb.org/>

²⁶ El Grupo Tripartito se formó a principios de 1993 a iniciativa del Comité de Basilea y está integrado por supervisores de bancos, valores y seguros, que actúan a título personal, pero aprovechando su experiencia en la supervisión de diferentes tipos de instituciones financieras. El Grupo Tripartito reconoció la tendencia hacia los conglomerados financieros intersectoriales y emitió un informe en julio de 1995 planteando temas de preocupación en la supervisión de los conglomerados financieros. El propósito de este informe, publicado como un documento de discusión, fue identificar los desafíos que los conglomerados financieros plantean para los supervisores y considerar las formas en que estos problemas pueden superarse. Para llevar adelante este trabajo, se formó un grupo formal, siendo la base para el Foro Conjunto de hoy. Inicialmente, se hizo referencia al Foro Conjunto como “El Foro Conjunto sobre Conglomerados Financieros”. Durante 1999, su nombre se redujo a “El Foro Conjunto” en reconocimiento al hecho de que su nuevo mandato iba más allá de los temas relacionados con los conglomerados financieros, sino que también se extendía a temas de interés común para los tres sectores. El Foro Conjunto celebró su primera reunión en enero de 1996 y desde entonces se ha reunido regularmente tres veces al año. Está compuesto por un número igual de supervisores senior de bancos, seguros y valores que representan a cada circunscripción supervisora. La membresía se amplió en 2012 y quince países ahora están representados en el Foro Conjunto: Australia, Bélgica, Canadá, China, Francia, Alemania, India, Italia, Japón, Países Bajos, Sudáfrica, Corea del Sur, España, Reino Unido y Estados Unidos. El Fondo Monetario Internacional (FMI), la Comisión de la UE y el Instituto de Estabilidad Financiera (FSI) asisten en calidad de observadores. La Presidencia del Foro Conjunto rota entre los tres comités sectoriales y es nombrada por un periodo de dos años. Vid. BIS, “Joint Forum history”: <https://www.bis.org/bcbs/jfhistory.htm>

cooperativos para mejorar la eficacia de los métodos y enfoques de supervisión. El Comité de Basilea, la IOSCO y la IAIS consideran que la reunión de representantes de cada grupo de supervisión en el “Foro Conjunto” es de gran valor para construir el espíritu de cooperación necesario para abordar los desafíos de supervisión que surgen de los conglomerados financieros.

59. El *Joint Forum* tiene por función principal ayudar a los supervisores bancarios, de seguros y de valores a cumplir sus objetivos regulatorios y de supervisión y, en términos más generales, contribuir a la agenda regulatoria internacional, en particular cuando existen riesgos en los tres sectores supervisados o existen lagunas entre ellos.

60. Para lograr este objetivo, el *Joint Forum*: a) aborda y promueve la comprensión de temas comunes a los sectores bancario, bursátil y de seguros, incluida la supervisión de conglomerados financieros; b) analiza los desarrollos normativos y de mercado intersectoriales; c) examina las brechas y conflictos intersectoriales en la regulación y supervisión; d) desarrolla la orientación y principios y/o identifica las mejores prácticas sobre cuestiones técnicas, reglamentarias y/o políticas intersectoriales para fomentar la coherencia y la alineación intersectoriales cuando corresponda, y reducir las oportunidades de arbitraje reglamentario; y e) facilita la cooperación, la coordinación y el intercambio de información entre los supervisores bancarios, de seguros y de valores (o representantes de los Comités de matrices) y apoya aún más a los Comités matrices al identificar sinergias o duplicaciones en sus esfuerzos de trabajo²⁷.

B) Asociaciones de profesionales

61. Para completar el panorama de los organismos reguladores hay que hacer referencia a las asociaciones profesionales encargadas de formular contratos-tipo para las operaciones financieras, en particular a los que tienen lugar sobre productos derivados. Por ejemplo, la ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*), la ICMA (*International Capital Market Association*) y la SIFMA (*Securities Industry and Financial Markets Association*), entre otras.

62. Todas estas asociaciones contribuyen con sus trabajos a la estandarización de las operaciones financieras, reduciendo el coste de las transacciones y aumentando la liquidez de los mercados.

a) La ISDA

63. La ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*/Asociación Internacional de Swaps y Derivados) es una organización profesional que agrupa a los mayores operadores del mercado de derivados. Se creó en 1985 como la *International Swap Dealers Association*, cambiando posteriormente de nombre.

64. El objetivo principal de la organización es establecer un marco de referencia mediante contratos estándar, siendo uno de los documentos más importantes, aunque no el único, el “Acuerdo Marco de ISDA” (*ISDA Master Agreement*) utilizado para regir todas las transacciones extrabursátiles (OTC, *Over The Counter*) entre partes que buscan establecer una relación comercial de derivados²⁸.

²⁷ Vid. BIS, “Mandate of the Joint Forum”: <https://www.bis.org/bcbs/jfmandate.htm>

²⁸ Actualmente, la ISDA cuenta con una plataforma online de pago que permite a los operadores de los mercados de derivados acceder a los documentos de la asociación para entablar de manera ágil y rápida relaciones comerciales. Vid. <https://www.isda.org/>

b) La ICMA

65. La ICMA (*International Capital Market Association*) nace en 2005 fruto de la fusión de dos asociaciones ya existentes con anterioridad: la ISMA (*International Securities Market Association*) y la IPMA (*International Primary Market Association*).

66. Esta organización trabaja activamente para regular el comercio y promover altos estándares de regulación en los mercados de capital de deuda internacionales. Este es un paso necesario para facilitar el crecimiento económico y promover un sistema que funcione bien. Al asociarse con sus miembros en todos los segmentos del mercado mayorista, ICMA puede enfocarse en encontrar soluciones a los problemas más relevantes²⁹.

c) La SIFMA

67. Por su parte, la SIFMA (*Securities Industry and Financial Markets Association/Asociación de la Industria de Valores y Mercados Financiero*) es un grupo comercial de la industria de los Estados Unidos que representa a las empresas de valores, bancos y empresas de gestión de activos. SIFMA se formó el 1 de noviembre de 2007 a partir de la fusión de la BMA (*Bond Market Association/Asociación del Mercado de Bonos*) y la SIA (*Securities Industry Association/Asociación de la Industria de Valores*). Tiene oficinas en la ciudad de Nueva York y Washington, D.C.³⁰.

3. La nueva arquitectura de las finanzas internacionales tras la crisis de 2008

68. Tras el colapso del sistema de Bretton Woods en la década de los 70, y la consiguiente liberalización de las finanzas a nivel global, las deficiencias tanto de las instituciones internacionales (FMI y BM) como de los acuerdos intergubernamentales alcanzados para tratar con la nueva naturaleza del sistema financiero internacional a través del G7/G8 y posteriormente del G-10, se pusieron en evidencia conforme se fueron sucediendo las crisis financieras a nivel mundial en las siguientes décadas (México, Brasil, Rusia, Sudeste asiático, Argentina...).

69. La crisis de 2008 supuso, sin embargo, un punto de inflexión en la regulación jurídico internacional de los mercados financieros. A diferencia de otras crisis anteriores con repercusiones transfronterizas, pero de marcado ámbito regional, la crisis de 2008 fue la primera crisis financiera global con dramáticas repercusiones en la economía mundial. Si bien es cierto su origen se sitúa en los Estados Unidos con las hipotecas *suprime*, pronto se expandió a los mercados intercambiaros de las economías avanzadas, poniendo en juego la solidez de las principales entidades financieras, trasladándose después a los países emergentes y a los países en desarrollo, desencadenado una contracción económica de dimensiones mundiales³¹.

²⁹ La Asociación Internacional del Mercado de Valores (ISMA) era un regulador financiero con sede en Suiza que supervisaba el comercio de los mercados de capitales mundiales, centrándose, principalmente, en Europa. La organización comenzó en 1968 después de que las empresas activas en el mercado de eurobonos acordaran formar la Asociación de Distribuidores Internacionales de Bonos (AIBD). Fue la primera versión de ISMA que estableció una serie de reglas y recomendaciones para regular la negociación en el mercado internacional de valores. En 1992, AIBD cambió oficialmente su nombre a *International Securities Market Association*. En el verano de 2005, ISMA y la Asociación Internacional de Mercados Primarios se fusionaron para formar la Asociación Internacional del Mercado de Capitales (ICMA) que permanece en funcionamiento hoy. *Vid.* <https://www.icmagroup.org/>

³⁰ *Vid.* *Securities Industry and Financial Markets Association*, <https://www.sifma.org/>

³¹ *Vid.* R. BERMEJO GARCÍA, “La evolución del sistema monetario y financiero internacional a la luz de la reciente crisis financiera”, *Anuario Español de Derecho Internacional*, vol. 29, 2013, pp. 7-60; M. LÓPEZ ESCUDERO, “Estabilidad económico-financiera y Derecho Internacional”, *AFDUAM*, 16, 2012, pp. 367-406.

70. El mercado financiero internacional se había colapsado y la estabilidad financiera internacional había desaparecido sin que los mecanismos existentes para preservarla hubieran funcionado. La crisis de confianza en el sistema financiero hizo necesaria una intervención de los poderes públicos estatales a gran escala para evitar el colapso de los mercados financieros, algo que evidenciaba que la regulación jurídico internacional existente en el momento había fallado, especialmente en el tratamiento del riesgo de crisis sistémicas³².

A) Respuesta política y económica global

71. La respuesta política global a la crisis de 2008, no se articuló como se podría haber esperado a través de la ONU, o del FMI, dada la repercusión mundial de la crisis económica y financiera, sino a través del G-20. Un órgano que, hay que recordar, carece de capacidad decisoria, aunque posee un gran poder político para imponer sus directrices a las instituciones y organizaciones financieras internacionales.

72. El G-20, ideado originariamente como un foro técnico-económico a nivel internacional, pasa a convertirse también en un foro político que desde 2008, celebra cumbres periódicas de los Jefes de Estado o de Gobierno de los países participantes con la finalidad de establecer una agenda de cooperación para mantener la estabilidad de la economía mundial. Las tres primeras cumbres (Washington, Londres y Pittsburg) asentaron las bases para restablecer la estabilidad financiera global, descartando un Bretton Woods II y acometiendo importantes reformas del sistema ya existente³³. Los cumbres posteriores se han

³² La crisis de 2007-2008 tuvo su origen en causas tanto macroeconómicas como microeconómicas. Desde el punto de vista macroeconómico, destacan principalmente dos factores: 1) la acumulación de desequilibrios en los balances internacionales desde la crisis asiática, como consecuencia de los enormes déficit de algunos países avanzados, como Estados Unidos, y de los grandes superávits de ciertos países emergentes como China; 2) el prolongado periodo de bajas tasas de interés durante la primera década del siglo XXI, provocando distorsiones en la economía tales como: el abaratamiento del crédito, que favoreció el auge del mercado de la vivienda, y del mercado bursátil; la expansión del consumo privado, que se financió con el endeudamiento de los hogares; y la búsqueda de rentabilidad mediante la asunción de riesgos cada vez mayores por parte de los intermediarios financieros. Desde el punto de vista microeconómico, hay que destacar tres factores: 1) los bajos tipos de interés alentaron el consumo de productos financieros de alta rentabilidad pero gran riesgo, situación que se vio fomentada por la forma de determinar la retribución de los agentes financieros, ligada a los rendimientos de los productos y no al riesgo; 2) las agencias de calificación crediticia (*Ficht, Moody's, Standard & Poor's*) fallaron en su cometido de evaluación del riesgo, por dos motivos: por la complejidad cada vez mayor de los nuevos productos financieros, pero también por la vinculación de estas agencias con algunos importantes operadores financieros; 3) la regulación de los mercados financieros era a todas luces insuficiente. Se había impuesto una actitud de permisibilidad y creencia en la autoregulación de los mercados sin intervención de los legisladores, de manera, se pensaba, que la estabilidad financiera se alcanzaría mediante la libre competencia en el mercado; 4) el sector bancario, uno de los más controlados por las autoridades nacionales de supervisión, eludió fácilmente estas normas utilizando instrumentos financieros derivados y fondos de inversión, quedando al margen de todo control y creando con ello un sistema financiero en la sombra y al margen de la ley. Sobre la crisis de 2008, sus causas y las medidas adoptadas por los estados, *vid. ad ex*: Banco Central Europeo, "La crisis financiera y el fortalecimiento de la cooperación económica internacional", *Boletín Mensual*, enero 2011, pp. 93-105; Banco de Pagos internacionales: 81 *Informe Anual*, 29 junio 2011; UNCTAD: *La crisis económica mundial: fallos sistémicos y remedios multilaterales*, Informe del Grupo de Trabajo de la Secretaría de la UNCTAD sobre cuestiones sistémicas y cooperación económica, Nueva York, 2009; M. AGLIETTA/S. RIGOT, *Crise et rénovation de la finance*, Odile Jacob, París, 2009; D. W. ARNER, "The Global Credit Crisis of 2008: Causes and Consequences", *The International Lawyer*, vol. 43, mayo de 2009, pp. 91-136, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1400623>; M. LÓPEZ ESCUDERO, "Estabilidad económico-financiera y Derecho Internacional", *AFDUAM*, 16, 2012, pp. 367-406, esp. pp. 372-374, F. PISANI, *La Crise de la Finance Globalisée*, Repères, París, 2009

³³ Entre las medidas acordadas, cabe destacar. a) la reforma y fortalecimiento de las normas de supervisión de las entidades financieras (revisión de las normas de Basilea); b) desarrollo de un marco regulador para la gestión de crisis de entidades financieras internacionales; c) elaboración de nuevas normas de regulación y supervisión para instituciones, instrumentos y mercados financieros que hasta el momento estaban al margen de cualquier tipo de control (*hedge funds*), fondos de inversión, mercados de productos financieros derivados y de plataformas de compensación; d) establecimiento de normas contables mundiales; e) ampliación de la supervisión y el registro regulador de las agencias de calificación crediticia para garantizar que cumplan el código internacional de buenas prácticas, e impedir conflictos de intereses inaceptables; f) lucha contra los paraísos fiscales; g) reforma de las instituciones financieras internacionales (FMI y BM), dotándolas de más fondos y mejorando su gobernanza.

ido centrado más en la aplicación de dichas medidas, en la adopción de otras decisiones complementarias de las anteriores, pero también en la respuesta a nuevos desafíos como ha sido la repercusión de la Covid-19 en la economía global³⁴.

73. El G-20 se convierte en el epicentro de la gobernanza de la economía mundial, desplazando definitivamente al G-8 (Cumbre de Pittsburg 2009), se mejora su funcionamiento sin transformarse en una organización internacional con estructura institucional permanente, siendo sus dos pilares esenciales: el FSB (*Financial Stability Board/Consejo de Estabilidad Financiera*), encargado de la regulación de los mercados financieros y el FMI centrado en la supervisión macroeconómica y en la actividad de prestamista de último recurso.

74. Respecto al FMI, convertido por el G.20 junto al CEF, en pieza clave del sistema financiero internacional tras la crisis de 2008, ha sido objeto de profundos cambios, principalmente: 1) Aumento notable de los recursos financieros para facilitar la concesión de préstamos a los países en desarrollo, con economías emergentes o incluso países desarrollados que así lo necesiten; 2) Incremento de los préstamos y cambios en las condiciones de concesión de los mismos; 3) Fortalecimiento de las competencias para intervenir en la prevención, gestión y resolución de crisis económicas; 4) Cambios en la estructura y funcionamiento de la institución³⁵.

75. Con la conversión del FSF (*Financial Stability Forum*), en el FSB (*Financial Stability Board/Consejo de Estabilidad Financiera*) para incluir a los países emergentes del G-20, se consolida el “soft law” financiero internacional. El objetivo general del FSB es coordinar a nivel internacional el trabajo de las autoridades financieras nacionales y de los organismos internacionales de normalización así como promover el desarrollo efectivo de regulación, supervisión y otras políticas financieras sectoriales. Dada su importancia en la estandarización de los mercados financieros internacionales, merece una mención aparte.

B) Especial referencia al FSB

76. El FSB se estableció en abril de 2009 como sucesor del Foro de Estabilidad Financiera (FSF)³⁶. En la Cumbre de Pittsburgh, los Jefes de Estado y de Gobierno del G20 aprobaron el Estatuto original del FSB del 25 de septiembre de 2009, que establece los objetivos y el mandato del FSB, así como la estructura organizativa. El FSB ha asumido un papel clave en la promoción de la reforma de la regulación y supervisión financiera internacional³⁷.

³⁴ Vid. <https://g20.org/>

³⁵ Sobre los profundos cambios en el FMI tras la crisis de 2008, vid., M. LÓPEZ ESCUDERO, “Estabilidad económico-financiera y Derecho Internacional”, *AFDUAM*, 16, 2012, pp. 367-406, esp. pp. 391-399.

³⁶ La institución predecesora del FSB, el FSF, fue fundada en 1999 por los ministros de Finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del G7 siguiendo las recomendaciones de Hans Tietmeyer, presidente del Deutsche Bundesbank. Los ministros y gobernadores del G7 habían encargado al Dr. Tietmeyer que recomendara nuevas estructuras para mejorar la cooperación entre los diversos órganos de supervisión nacionales e internacionales y las instituciones financieras internacionales a fin de promover la estabilidad en el sistema financiero internacional. Pidió la creación de un Foro de Estabilidad Financiera. Los ministros y gobernadores del G7 respaldaron la creación de la FSF en una reunión en Bonn en febrero de 1999. La membresía de la FSF reunió a autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera en importantes centros financieros internacionales, a saber, tesorías, bancos centrales y agencias de supervisión; agrupaciones internacionales específicas de sector de reguladores y supervisores comprometidos en el desarrollo de estándares y códigos de buenas prácticas; instituciones financieras internacionales encargadas de la vigilancia de los sistemas financieros nacionales e internacionales y del seguimiento y fomento de la implementación de las normas; y comités de expertos de bancos centrales interesados en la infraestructura y el funcionamiento del mercado. Vid. <https://www.fsb.org/about/history-of-the-fsb/>

³⁷ En la Cumbre de Cannes en noviembre de 2011, el G20 pidió un fortalecimiento de los recursos de capacidad y la gobernanza del FSB mediante el establecimiento del FSB sobre una base organizativa duradera. En su Informe para la Cumbre del G20 en Los Cabos sobre el fortalecimiento de la capacidad, los recursos y la gobernanza del FSB, el FSB estableció pasos concretos para fortalecer la capacidad, los recursos y el gobierno del FSB y establecerlo sobre una base organizativa duradera. En la

77. El FSB, a través del G-20, tiene por función promover la estabilidad financiera internacional; lo hace mediante la coordinación de las autoridades financieras nacionales y los organismos internacionales de establecimiento de normas a medida que trabajan para desarrollar políticas sólidas de regulación, supervisión y otras políticas del sector financiero. Fomenta la igualdad de condiciones al fomentar la implementación coherente de estas políticas en todos los sectores y jurisdicciones³⁸.

78. Según el FSB, el desarrollo, la adopción e implementación de estándares internacionales produce beneficios tanto nacionales como internacionales, en tanto que ayudan a: 1) fortalecer los sistemas financieros nacionales fomentando una regulación y supervisión sólidas, una mayor transparencia e instituciones, mercados e infraestructura más eficientes y sólidos; y 2) promover la estabilidad financiera internacional al facilitar decisiones de préstamo e inversión mejor informadas, mejorar la integridad del mercado y reducir los riesgos de dificultades financieras y contagio; 3) fortalecer los sistemas financieros nacionales fomentando una regulación y supervisión sólidas, una mayor transparencia e instituciones, mercados e infraestructura más eficientes y sólidos; y 4) promover la estabilidad financiera internacional al facilitar decisiones de préstamo e inversión mejor informadas, mejorar la integridad del mercado y reducir los riesgos de dificultades financieras y contagio

79. Periódicamente el FSB publica un Compendio de estándares, que según la citada organización resultan merecedores de implementación prioritaria dependiendo de diversos factores³⁹. El mencionado “Compendio” recoge los estándares más relevantes de los organismos internacionales de normalización⁴⁰. Dichos estándares establecen lo que se acepta ampliamente como buenos principios, prácticas o pautas en un área determinada⁴¹.

Cumbre de Los Cabos del 19 de junio de 2012, los Jefes de Estado y de Gobierno del G20 respaldaron el Estatuto reformulado y enmendado del FSB que refuerza ciertos elementos de su mandato, incluido su papel en el establecimiento de estándares y en la promoción de la implementación de estándares internacionales por parte de los miembros. y compromisos y recomendaciones de política acordados por el G20 y el FSB. El 28 de enero de 2013, el FSB se estableció como una asociación sin fines de lucro bajo la ley suiza con sede en Basilea, Suiza. *Vid.* <https://www.fsb.org/about/history-of-the-fsb/>

³⁸ Más específicamente, el FSB se estableció para: 1) Evaluar las vulnerabilidades que afectan al sistema financiero global, así como identificar y revisar, de manera oportuna y continua dentro de una perspectiva macroprudencial, las acciones regulatorias, de supervisión y relacionadas necesarias para abordar estas vulnerabilidades y sus resultados; 2) Promover la coordinación y el intercambio de información entre las autoridades responsables de la estabilidad financiera; 3) Supervisar y asesorar sobre la evolución del mercado y sus implicaciones para la política regulatoria; 4) Monitorear y asesorar sobre las mejores prácticas para cumplir con los estándares regulatorios; 5) Llevar a cabo revisiones estratégicas conjuntas de los organismos internacionales de normalización y coordinar su respectivo trabajo de desarrollo de políticas para garantizar que este trabajo sea oportuno, coordinado, centrado en las prioridades y aborde las lagunas; 6) Establecer directrices para establecer y apoyar los colegios de supervisores; 7) Apoyar la planificación de contingencia para la gestión de crisis transfronterizas, en particular con respecto a las empresas de importancia sistémica; 8) Colaborar con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para realizar Ejercicios de Alerta Temprana; 9) Promover la implementación de las jurisdicciones miembro de los compromisos acordados, estándares y recomendaciones de políticas, a través del monitoreo de la implementación, la revisión por pares y la divulgación. *Vid.* <https://www.fsb.org/about/#mandate>.

³⁹ Según el FSB, las normas no son un fin en sí mismas sino un medio para promover sistemas financieros sólidos y un crecimiento económico sostenido. Deben revisarse periódicamente para que sigan siendo pertinentes frente a las circunstancias cambiantes. La importancia relativa de los diferentes estándares para las economías individuales depende de su estructura financiera y otras circunstancias internas. Su implementación debe encajar en la estrategia general de un país para el desarrollo del sector económico y financiero, teniendo en cuenta su etapa de desarrollo, nivel de capacidad institucional y otros factores internos. La implementación exitosa de estándares implica un proceso de interpretación, aplicación, evaluación y cumplimiento. Es fundamental que las economías cuenten con un marco legal e infraestructura efectivos para la aplicación. *Vid.* <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/about-the-compendium-of-standards/>

⁴⁰ Dichos estándares se clasifican siguiendo distintos criterios. En atención a su alcance, se distingue entre estándares: a) Sectoriales: cubren los sectores económicos e institucionales tales como gobiernos y bancos centrales; industrias bancarias, de valores y de seguros; y el sector empresarial; b) Funcionales: los estándares cubren áreas tales como gobierno, contabilidad, divulgación y transparencia, suficiencia de capital, regulación y supervisión, intercambio de información, gestión de riesgos, pago y liquidación, ética empresarial, etc. *Vid.* <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/about-the-compendium-of-standards/>

⁴¹ Desde una perspectiva de implementación, los estándares también difieren en su especificidad, distinguiéndose entre: Principios; Prácticas y Directrices. En este sentido, los principios se establecen de manera general para adaptarse a las circunstancias del país; las prácticas son más específicas y explican la aplicación empírica de los principios (basándose en las experiencias de los países) dentro de un contexto definido de forma más estrecha y; las directrices proporcionan una guía

80. Los estándares incluidos en el Compendio del FSF deben reunir una serie de requisitos: 1) ser materialmente relevante para fomentar sistemas financieros sólidos (relevante); 2) establecer claramente directrices sobre buenas prácticas en una forma que pueda ser implementada (implementable); 3) haber sido emitido por un organismo reconocido internacionalmente en el área relevante; y 4) tener una amplia aplicabilidad en diferentes jurisdicciones (ampliamente aplicable).

81. Las decisiones del FSB no son legalmente vinculantes para sus miembros; en cambio, la organización opera por "persuasión moral" y "para establecer políticas acordadas internacionalmente y estándares mínimos que sus miembros se comprometen a implementar a nivel nacional. El cumplimiento de los estándares internacionales por parte de los miembros del FSB es esencial para reforzar la credibilidad de los esfuerzos del FSB para fortalecer el cumplimiento por parte de todos los países y jurisdicciones. Su compromiso con la implementación de estándares financieros internacionales y la divulgación de su nivel de cumplimiento refleja su intención de liderar con el ejemplo. El FSB fomentará una carrera hacia la cima, en la que el estímulo de los pares motive a todos los países y jurisdicciones a elevar su nivel de cumplimiento de las normas financieras internacionales

82. Como obligaciones, los miembros del FSB se comprometen a buscar el mantenimiento de la estabilidad financiera, mantener la apertura y transparencia del sector financiero, implementar los estándares financieros internacionales (incluidos los 15 Códigos y Estándares Internacionales clave) y aceptar someterse a revisiones periódicas por pares, utilizando, entre otras pruebas, los informes públicos del Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP) del FMI/Banco Mundial.

IV. La financiarización del Derecho

1. Consideraciones generales

83. Las grandes transformaciones sociales, políticas y económicas acontecidas a lo largo de todo el siglo XX afectaron profundamente al Derecho, en general, y, muy particularmente al Derecho Internacional. El Derecho no pudo permanecer inerte ante el espectacular crecimiento económico desplegado a partir de 1945, el aumento de progresivo de los intercambios comerciales, la denominada tercera revolución industrial, la descolonización y la reivindicación de un nuevo orden económico internacional. Todos estos hechos de los que se derivaron consecuencias mas que cuantificables, -como el aumento de las transacciones comerciales internacionales o la creación y proliferación de un gran número de instituciones y organismo de eminente carácter económico-, llevaron a plantear desde una nueva óptica las relaciones entre Economía y Derecho, y muy especialmente entre el comercio internacional y el conjunto de reglas y principios jurídicos que deben gobernar el tráfico mercantil internacional.

84. Estas nuevas relaciones jurídicas, originadas por el gran impulso de la economía mundial, provocaron y justificaron, en su momento, la aparición y configuración de nuevos cuerpos normativos como el Derecho mercantil internacional⁴² y el Derecho internacional económico⁴³, cuyo objeto no es

detallada sobre los pasos a seguir o los requisitos que se deben cumplir en un área en particular. *Vid.* <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/about-the-compendium-of-standards/>

⁴² Sobre el Derecho mercantil internacional, vid. entre otros: R. DAVID, *Le droit du commerce international. Réflexions d'un comparatiste sur le droit international privé*, París, 1987; D. M. DAY/B. GRIFFIN, *The Law of International Trade*, 2ª ed., London/Dublin/Edinburg, 1993; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA/ A.-L CALVO CARAVACA, *Derecho mercantil internacional*, 2ª ed., Madrid, 1995; J.C. FERNÁNDEZ ROZAS, *Derecho del comercio internacional*, Madrid, 1996; R. H. FOLSON/M.W.GORDON/J. A. SPANOGLE; *International Business Transactions in a nutshell*, 4ª ed., St. Paul, Minn, 1992; A. FRIGNANI, *Il Diritto del commercio internazionale. Manuale teórico-practico per la redazione dei contratti*, 2ª ed., Torino, 1990; B. JAAUD/R. PLAISANT, *Droit du commerce international*, 4ª ed., París, 1991; I. LOUSSOUARN/J.D. BREDIN, *Droit du commerce international*, París, 1969; J. SCHAPIRA/CH. LEBEN, *Le droit international des affaires*, 4ª ed., París, 1994; CL. M. SCHMITTHOFF, *Export Trade. The Law and Practice of International Trade*, 9ª ed., London, 1990.

⁴³ *Vid. ad ex.:* B. T. BLAGOJEVIC, "Quelques caractéristiques du Droit économique international actual", *Rev. int.dr.comp.*,

otro sino ofrecer una regulación adecuada y específica a distintas parcelas de una misma realidad que se concibe como un fenómeno pluridimensional.

85. Curiosamente, la financiarización de la economía y la globalización de las finanzas, no ha dado lugar a la construcción de un sistema o régimen cohesionado y coherente dirigido a proteger y garantizar la estabilidad financiera como un bien de interés público internacional, desde un punto de vista económico, institucional y legal. Más bien todo lo contrario, la respuesta internacional a los cambios del sistema financiero global se ha traducido, como ha quedado expuesto con anterioridad, en la creación de una diversidad de organismos financieros internacionales, carentes de personalidad jurídica internacional y, sobre todo, en el desarrollo de estándares financieros internacionales, de normas de *soft law*, que no poseen fuerza jurídica obligatoria, y que se formulan con la pretensión de llegar a formar parte de los ordenamientos jurídicos nacionales⁴⁴.

86. De esta manera, los mercados financieros internacionales merecedores de una regulación global, quedan paradójicamente sujetos a diferentes legislaciones nacionales, sin que exista un mecanismo de coordinación supranacional, más allá de la cooperación y compromiso adquirido por los diferentes Estados en cumplir y aplicar sus propias normas.

2. La financiarización del Derecho

87. La regulación jurídica internacional de los mercados financieros a golpe de estandarización ha sido duramente criticada, principalmente, por dos motivos: 1) la falta de legitimación democrática de los diversos organismos financieros internacionales de autorregulación y; 2) el peligro de contribuir a crear riesgos sistémicos en lugar de prevenirlos.

88. Si la estabilidad financiera internacional es un bien jurídico merecedor de protección internacional, esta no puede provenir de un compendio de normas técnicas elaboradas al margen de cualquier proceso democrático de elaboración del derecho y sin ningún tipo de contrapeso. Diversas voces vienen proponiendo desde hace ya mucho tiempo la creación de una institución supranacional, al estilo de la OMC, destinada a la regulación de los mercados financieros internacionales mediante tratados internacionales y con un mecanismo propio de resolución de diferencias entre los diferentes Estados.

89. Sin embargo, y hasta el momento, las ventajas que se predicán de la “armonización de la regulación financiera internacional” mediante normas de *soft law*, han tenido más peso, entre ellas, se dice: a) permite alcanzar acuerdos a nivel internacional de forma eficiente, rápida y flexible; b) evita la petrificación de las normas que en poco tiempo pueden devenir obsoletas; c) favorecen y facilitan el funcionamiento del mercado⁴⁵. En este argumentario se sustenta lo que se ha venido a denominar “la financiarización del Derecho”⁴⁶.

1968, pp. 273 yss; D. CARREAU/TH. FLORY/P. JUILLARD, *Droit international économique*, 3ª ed., Paris, 1990, esp. pp. 45 y ss.; PH. KAHN, “Droit international économique...”, pp. 97 y ss; A. MIAJA DE LA MUELA, *Ensayo de delimitación del Derecho internacional económico*, Valencia 1971; P. PICONE/G. SACERDOTI, *Diritto internazionale dell'economia. Raccolta sistematica dei principali atti normative internazionali ed interni con testi introduttivi e note*, Milano, 1982; F. RIGAU, “Droit économique et conflits de souverainetés”, *RabelZ*, 1988, pp. 104 y ss; G. SCHWARZENBERGER, “The Principles and Standards of International Economic Law”, *RCADI*, 1966-1, t. 117, pp. 5 y ss; I. SEIDL-HOHENVELDERN, *International Economic Law*, 2ª ed., Dordrecht/Boston/London, 1992; P. VELLAS *Aspects du droit interenational économique*, Paris, 1990; P. VERLOREN VAN THEMAAT, *The Changing Structure of International Economic Law*, The Hague, 1981.

⁴⁴ Vid. CH. BRUMMER, *Soft Law and the Global Financial Sytem, Rule making in the 21st Century*, 2nd, Cambridge University Press, 2015.

⁴⁵ Vid. C. ALONSO LEDESMA, “La reforma de los mercados financieros: la reforma bancaria en particular”, *AFDUAM* 23, 2019, pp. 271-304, esp. pp. 278-282; F. ZUNZUNEGUI, “La regulación jurídica internacional del mercado financiero”, *RDMF*, 2008, disponible en: <http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2008/05/zunzunegui-regulacion-juridica-internacional-mercado-financiero.pdf>.

⁴⁶ Vid. N. KALYANPUR/A.L. NEWMAN, “The financialization of International Law”, *Perspectives on politics*, vol. 19, Issue 3, 2021, pp. 773-790.

90. Los derecho nacionales quedan así doblegados en materia de regulación, supervisión y tratamientos de crisis financieras a la *lex financiera*, quedando solo limitada ésta en el tráfico mercantil internacional, donde el ámbito de la misma sigue estando constreñido por los límites que la ley aplicable al negocio jurídico utilizado por las partes, normalmente un contrato, establezca⁴⁷.

V. Conclusiones

91. El colapso del sistema de Bretton Wood en la década de los 70, trajo consigo un cambio importante en el sistema monetario internacional. La financiarización de la economía y la globalización de las finanzas llevaron a un proceso de desregulación de los mercados financieros, consistente no solo en la eliminación de las restricciones a los movimientos de capital, sino también en una nueva forma de regulación de los mercados financieros, dominada por el *soft law* financiero

92. La crisis financiera de 2008, puso en evidencia el fallo de la regulación existente hasta ese momento, basada ya en las normas elaboradas por diversas organizaciones financieras internacionales, la ausencia de legislación para regular nuevos productos financieros, o la laxitud en la aplicación de las leyes. La respuesta política internacional a la crisis de 2008 supuso importantes reformas en la regulación internacional ya existente. Se reforzó el liderazgo del G20 en la Gobernanza de la Economía Global, se introdujeron importantes reformas en el FMI y se reforzó la creación de *soft law* mediante la creación del FSB, encargado de dirigir la elaboración de los estándares financieros internacionales procedentes de una diversidad de organismos y asociaciones financieras internacionales. Con este telón de fondo, resulta difícil defender la existencia de un verdadero y auténtico “Derecho Financiero Internacional”.

93. Desde entonces, la regulación de los mercados financieros internacionales se ha venido sustentando en un compendio de normas no vinculantes, elaboradas por organismos de mercado carácter técnico y sin personalidad jurídica internacional. A pesar de ello, los Estados se comprometen a convertir dicho *soft law* en ley a través de su incorporación a las legislaciones nacionales. Siendo la principal carencia de este sistema, a parte de la democrática, la existencia de un mecanismo global de coordinación y control de implementación de los mencionados estándares.

94. Si la estabilidad financiera internacional constituye realmente un bien jurídico, su protección global solo se podrá alcanzar a través de un verdadero sistema jurídico dotado de coherencia institucional, económica y legal. Mientras esto no sea así, las finanzas seguirán dominando al Derecho y, con ello, al mundo.

⁴⁷ Vid. G. BIANCO, “Testing the *Stufenbau* in International Financial Law”, *Estudios de Deusto*, vol. 67/1, enero-junio 2019, pp. 23-40.