

AUTORREGULACION Y MERCADOS FINANCIEROS

*José Manuel Cuenca Miranda**

La autorregulación del sistema financiero es una práctica típicamente británica poco extendida en España, Francia o, incluso, Estados Unidos. Su principal ventaja, en comparación con la regulación del sector público, se deriva de la proximidad de los agentes a los mercados, de su pragmatismo y de los menores costes de supervisión. Pero la autorregulación puede acabar siendo también inadecuada y transformarse en una forma de corporativismo, ineficiente y anticompetitivo. En este artículo se revisa el alcance de la autorregulación en Estados Unidos, Reino Unido, España y otros países, y se proponen algunas fórmulas para una correcta aplicación de la misma.

Palabras clave: *sistema financiero, mercado de valores, intermediarios financieros, legislación, España, Reino Unido, Estados Unidos.*

Clasificación JEL: *G18, K22.*

1. Introducción: regulación y autorregulación

Los diversos escándalos que en los últimos meses han salpicado las finanzas internacionales y, aunque en menor medida, también las patrias (Enron, AIB, Global Crossing, Gescartera, etcétera) han desempolvado la añeja polémica sobre la función y los objetivos de la regulación de los mercados financieros¹. Al hilo de este hecho, quisiéramos aprovechar estas páginas para reflexionar, exentos de toda pretensión de profundidad, sobre la que quizás sea la opción más ignorada en este ámbito: la autorregulación. Como su propio nombre indica, la autorregulación no es sino una forma de regulación; de ahí que cualquier consideración sobre la primera haya de partir necesariamente de una referencia, siquiera sucinta, a la segunda.

No es fácil acuñar una definición precisa del término «regulación»², toda vez que ésta se manifiesta, ante todo, como una institución susceptible de ser abordada desde muy distintos puntos de vista (jurídico, sociológico, económico, etcétera). Con todo, el análisis de la abundantísima bibliografía sobre la materia revela tres modos fundamentales de concebir aquella: la regulación como conjunto de normas, la regulación como mecanismo de intervención directa del Estado en la economía y, finalmente, la regulación como forma de control social. La primera de tales concepciones (propia de la dogmática jurídica, del mismo modo que la segunda y la tercera lo son de la economía y la sociología, respectivamente) hace referencia a la promulgación de un conjunto de reglas imperativas y a la existencia de algún mecanis-

* Socio de Clifford Chance.

¹ Véase CARBAJALES (2002), página 39.

² Como precisan BALDWIN, SCOTT, y HOOD (1998), página 2, «...there is no agreed single meaning of the term, but rather a variety of definitions in usage which are not reducible to some platonic essence or single concept».

mo institucional que vele por el cumplimiento y, en su caso, imposición coactiva de dichas reglas.

También el concepto de «autorregulación» es más fácil de intuir³ que de definir⁴. En su formulación más amplia, alude a la capacidad y tendencia de todos los individuos y organizaciones para regular su propia conducta. En el contexto más reducido del estudio de la regulación como institución jurídica se refiere a un modelo regulatorio en que una organización representativa de un grupo humano (una asociación profesional, por ejemplo) desarrolla un sistema de reglas cuyo cumplimiento supervisa e impone coactivamente a sus miembros o, más raramente, a un grupo humano más amplio. En esta línea de pensamiento Castilla, siguiendo a Black⁵, define la autorregulación como «aquél modelo normativo en el cual la producción de normas es encargada a personas u organizaciones que desempeñan una función de creación de normas jurídicas respecto de ellos mismos y de otras personas que acepten su autoridad»⁶. En términos semejantes, Page la concibe como un proceso de creación normativa por colectivos y asociaciones profesionales y económicas, caracterizado por la ausencia de un poder público en su formulación y por revestir una naturaleza colectiva y reguladora de la conducta de los miembros que integran los mismos⁷.

En cuanto a su origen, la historia muestra que muy raras veces los sistemas de autorregulación nacen al margen de un estímulo, positivo o negativo, de carácter estatal. Muy al contrario, la implantación de tales sistemas, lejos de ser creación espontánea de los colectivos de que emanan, obedece frecuentemente a un intento de disuadir a los poderes públicos de instaurar un régimen de regulación pública, más riguroso que

aquéllos⁸. Por último, no cabe olvidar que en buena parte de los ordenamientos en que la tradición autorreguladora muestra un mayor arraigo (singularmente, los anglosajones), el establecimiento de mecanismos de autorregulación ha sido directa y decisivamente propiciado por las instancias estatales.

Quizás convenga advertir desde ya que, pese a los notabilísimos esfuerzos de Ariño Ortiz y otros autores⁹ en pro de la construcción de una teoría general de la regulación (cuyas tareas centrales ya cifrara Stigler en «explicar quien recibirá los beneficios o cargas de la regulación, qué forma tomará la regulación y los efectos de la misma sobre la asignación de recursos»), lo cierto es que hoy por hoy nuestro *corpus* doctrinal en la materia no sólo carece de la profundidad, en número y calidad de obras, de que hacen gala otros países (el Reino Unido, los Estados Unidos de América, etcétera) sino que, asimismo, se caracteriza aún por una cierta pobreza de enfoque y contenidos. A nuestro parecer esta circunstancia obedece en buena medida a la intimísima —casi incestuosa— relación entre el desarrollo en nuestro país de los estudios sobre la regulación como fenómeno general a la práctica totalidad de las actividades humanas y la concreta evolución que en los últimos cincuenta años han experimentado en España determinados sectores empresariales, ligados a la vieja noción de servicios públicos y de una extraordinaria importancia en el marco económico general, como pueden ser, entre otros, los de la energía y las telecomunicaciones. Así, la vieja dicotomía entre monopolio estatal y privatización que preside y sintetiza dicha evolución trasciende y pervive, más o menos oculta, en el nuevo antagonismo entre regulación y desregulación, erigido en el eje conductor de aquellos estudios. No es de extrañar por ello que sean harto escasos los autores que aborden el papel de la regulación en los mercados financieros, ni tampoco que falte aún en nuestro país un estudio riguroso de un instituto, cual la autorregulación, que escapa a los planteamientos maniqueístas al uso entre la generalidad de la doctrina. De ahí la necesidad de recu-

³ Como indica GARRIDO (1990) página 553: «La idea básica de la autorregulación es simple: los grupos sociales (...) deben encargarse de la regulación de sus propias actividades, lo que proporciona una serie de ventajas».

⁴ Se ha dicho, así, que «...the term self-regulation has no accepted definition» (BALDWIN, SCOTT y HOOD, *op. cit.*, página 27).

⁵ Véase BLACK (1996), página 27.

⁶ CASTILLA (2001), página 106.

⁷ PAGE (1986), páginas 144-145.

⁸ FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO (2000), página 142.

⁹ Véase ARIÑO ORTIZ (2001); SORIANO GARCIA (1993); VVAA (1995).

rrir constantemente a las fuentes anglosajonas, para las que la autorregulación ha sido —y sigue siendo— tema fundamental en la elaboración dogmática de la ciencia de la regulación.

2. Ventajas e inconvenientes de la autorregulación

Planteamiento

Ya hemos indicado más arriba que todo análisis de la autorregulación ha de partir de una aproximación al fenómeno más general de la regulación. El examen de las bondades y deméritos de aquélla no es en modo alguno una excepción. Se ha escrito a este respecto que la regulación de la economía y los efectos económicos de la regulación son sin duda unas de las cuestiones más polémicas tratadas por la doctrina jurídica, habida cuenta de la imposibilidad de separar por completo el plano jurídico del político¹⁰. Así, la escuela de Chicago, máximo exponente de lo que se ha dado en llamar «nuevo liberalismo», rechaza frontalmente toda forma de regulación estatal por entender que, siendo el libre mercado la forma más eficiente de asignación de los recursos económicos (y, por tanto, de creación de riqueza), la regulación atenta *per se* contra dicha eficiencia al disminuir o cortar la libre actuación de las fuerzas del mercado¹¹.

Frente a esta postura se alzan las voces de quienes defienden la existencia de «fallos en los mercados» (*market failures*) en la asignación eficaz de recursos que justifican la regulación de aquéllos, justificación que en otras ocasiones se deriva de la consecución de objetivos de carácter político que deben prevalecer sobre los intereses de los agentes del mercado en cuestión¹².

Equidistante de ambas trincheras, se abre paso en las últimas décadas la justificación de la regulación en la protección de la propia libertad del mercado frente a los más que teóricos

abusos de algunos de los participantes y agentes del mismo¹³. Desde esta posición, comúnmente designada con el nombre de «regulación orientada a la competencia», se reconoce al Estado la facultad de intervenir en la vida económica mediante la regulación, mas limitando las finalidades que legitiman dicha intervención exclusivamente a la protección de la libertad del mercado y el incremento de la competencia¹⁴. En este contexto, la autorregulación parecería poder cobrar nueva significación como técnica intermedia entre la falta absoluta de regulación preconizada por el nuevo liberalismo y el modelo clásico de regulación estatal.

Argumentos en favor de la autorregulación

En general, el argumento más común en favor de la autorregulación es que ésta resulta un método más eficaz para ordenar una determinada actividad que la regulación pública directa de la misma¹⁵. Habida cuenta del papel jugado por la escuela del análisis económico del derecho en la génesis y desarrollo de la ciencia de la regulación, no es de extrañar que dicha pretendida mayor eficacia de los regímenes de autorregulación busque ampararse fundamentalmente en torno a consideraciones de orden economicista basadas en la eficiencia comparativa de aquéllos en términos de costes.

Los diversos autores que se han aproximado a la cuestión desde esta perspectiva han puesto de relieve unánimemente dos grandes virtudes de los sistemas de autorregulación, a saber:

- El conocimiento de la realidad regulada, afirmándose que son los operadores de un mercado quienes conocen mejor los

¹⁰ Véase GARRIDO (1990) y SALINAS ADELANTADO (1997), página 711.

¹¹ Véase STIGLER (1975); SCHOTLAND (1980), página 24 y ss.; CRANSTON, (1979); POSNER, (1998); DOWD (1996), página 679-687; BENSTON (1998).

¹² Véase LLEWELLYN (1999); BREYER (1982); UTTON (1986).

¹³ A este respecto, escribe GARRIDO (*op. cit.*, página 551), que «la paradoja es la de que la competencia perfecta y la confianza de los individuos en la pureza del mecanismo del libre mercado son valores que necesitan de la protección estatal para evitar que sean violados por los propios sujetos participantes».

¹⁴ Como explica ARIÑO ORTIZ, *op. cit.*, página 256, «la palabra clave es la competencia, y a este respecto se intensifica la actuación del Estado regulador (con mucho sentido de regulación para re-crear y defender la competencia)».

¹⁵ CASTILLA, *op. cit.*, página 106.

problemas de éste y, consiguientemente, los más indicados para ofrecer soluciones a los mismos¹⁶.

- La flexibilidad y simplicidad operativas, ya que los organismos de autorregulación no están sujetos a la observancia de los rígidos trámites y formalidades característicos de los procedimientos legislativos y administrativos, lo que se traduce en una mayor rapidez de reacción y de resolución de conflictos¹⁷.

Ahora bien, en consonancia con lo aseverado anteriormente, si se destacan tales ventajas no es en modo alguno por su valor intrínseco sino porque ambas desembocan en una reducción de costes, que abarca fundamentalmente los aspectos siguientes:

- Menores costes de información (que representan la mayor parte de los costes inherentes a los procesos de formación e interpretación normativa), como consecuencia del mejor conocimiento por parte de los organismos de autorregulación de la materia regulada.

- Menores costes de supervisión y sanción, por idéntica razón.

- Menores costes de modificación de normas, que tienen su origen en la mayor flexibilidad de los procedimientos normativos de los organismos de autorregulación.

- Menores costes de relación entre los participantes del mercado y el regulador, por cuanto que tales relaciones están presididas por la confianza mutua (frente al recelo y la sospecha que, en esta línea de pensamiento, caracterizan las relaciones con los reguladores estatales)¹⁸.

Por último, se hace especial énfasis en que mientras los costes de la regulación estatal, con independencia de su mayor o menor magnitud relativa, se sufragan por todos los ciudadanos vía impuestos, por lo general, los costes de los regímenes de autorregulación son objeto de internalización en el correspondiente sector o actividad profesional¹⁹.

Argumentos en contra de la autorregulación

Son muchas las críticas que hasta la fecha se han arrojado sobre la autorregulación desde muy distintas ramas del saber. No obstante el elevado número y diversidad de planteamientos al respecto, es posible reducir a tres el número de las líneas de fuerza que, estrechamente relacionadas entre sí, recorren aquéllos: la falta de legitimidad, la naturaleza anticompetitiva y la ineficacia. Aun cuando la primera se manifieste con mayor intensidad en las construcciones de los profesionales del derecho y la segunda lo haga en las obras de los estudiosos de la teoría económica, siendo la tercera territorio favorito de los sociólogos, existe entre las tres una tan honda imbricación que cabe considerar cada una de ellas como la forma que en las respectivas disciplinas adopta un mismo convencimiento, íntimamente arraigado en el subconsciente colectivo: el de que no se puede ser a la vez juez y parte.

Falta de legitimidad

La falta de legitimidad democrática es la idea-fuerza que late en todos los reproches que los juristas han dirigido a la autorregulación, la cual se considera desde esta perspectiva bien una manifestación más de la apropiación del poder político por grupos sociales no elegidos democráticamente ni sujetos a responsabilidad por las posibles desviaciones en el ejercicio de ese poder²⁰, bien una forma moderna de corporativismo²¹, ligada a la vieja noción del «derecho de clase» anatematizada por los postulados ideológicos de la revolución francesa.

Junto a esta falta de representatividad externa, algunas voces advierten de que un buen número de los organismos de auto-

¹⁶ OGUS. En nuestra doctrina, véase GARRIDO (1990), *op. cit.*, página 553, y SALINAS ADELANTADO, *op. cit.*, página 756.

¹⁷ PAGE (1987), página 305.

¹⁸ OGUS, *op. cit.*, página 98.

¹⁹ GARRIDO, *op. cit.*, página 553.

²⁰ Véase por todos, LEWIS (1990). En nuestra doctrina, GONZALEZ VARAS-IBAÑEZ (los mercados de interés general: telecomunicaciones y postales, energéticos y de transportes, *op. cit.*, página 90), se refiere sucintamente a «los problemas jurídicos que plantean este tipo de fórmulas tanto desde el punto de vista de su legitimidad como de su legalidad misma de su publicidad adecuada, sin olvidar la inseguridad jurídica que pueden llevar consigo».

²¹ SCHMITTER (1985), página 32-62.

rregulación (singularmente, los de carácter profesional) se dueñen de una escasa legitimidad *ad intra* respecto de los miembros de la propia profesión, que propicia toda suerte de abusos y conflictos de intereses, los cuales, siendo alarmantes en todo caso, devienen sencillamente intolerables cuando las normas o decisiones de aquéllos pueden afectar a terceros ajenos a la profesión en cuestión²².

Es precisamente esta permanente tensión de intereses sobre la que nuestra doctrina asienta la necesidad de una completa separación entre los órganos reguladores y las empresas reguladas²³. Se afirma así que la neutralidad del regulador, construida sobre la base del principio de separación «reguladores-regulados», es la piedra angular de su fiabilidad, que, a su vez, es esencial para el buen funcionamiento de todo mercado en cuanto suaviza o elimina muchos conflictos, disminuye los costes de transacción, genera seguridad y previsibilidad para la toma de decisiones empresariales, etcétera²⁴. Desde esta perspectiva, la regulación pública es siempre preferible a la autorregulación, porque en esta última, el riesgo de la «captura del regulador por el regulado» (que se produce cuando algún participante se erige en la principal fuente de información y polo de relación del regulador, adquiriendo con ello la capacidad de influir en sus decisiones) es mucho mayor²⁵.

Finalmente, en otro orden de cosas, algunos autores han denunciado la grave quiebra del principio de separación de poderes a que asistimos cuando, como sucede a menudo, las funciones de los organismos de autorregulación abarcan tanto facultades de producción e interpretación normativas como potestades de supervisión y sanción²⁶.

Naturaleza anticompetitiva

Si la falta de legitimidad es el motor de los «iuspublicistas» alzados contra la autorregulación, ha sido la irrefrenable inclinación de ésta a restringir la competencia de una u otra forma el estandarte comunmente ondeado desde las filas de los estudiosos de la economía. Así, no son pocos los modelos teóricos que predicen cómo algunos agentes del mercado (los más poderosos o los más próximos al regulador) pueden servir de la autorregulación como instrumento para la obtención de rentas supra-competitivas, sin que falten tampoco los ensayos tendentes a constatar empíricamente tal predicción²⁷. Desgraciadamente, la experiencia parece confirmar la validez de unos y otros. En efecto, no parece posible negar la evidencia de que los organismos de autorregulación profesionales dotados de la potestad exclusiva de conceder licencias u otros títulos habilitantes para el ejercicio de una actividad o profesión han abusado históricamente de dicho poder para impedir la entrada de nuevos competidores²⁸. También la formulación de normas deontológicas ha servido en ocasiones para enmascarar prácticas anticompetitivas (fijación de honorarios, restricciones en materia de publicidad, prohibición de determinadas innovaciones resultantes en reducciones de costes, etcétera) tendentes a limitar la competencia en materia de precios²⁹.

En resumen, son las propias leyes del mercado (singularmente la búsqueda de rentas y la maximización de beneficios) las que generan el riesgo de que los organismos de autorregulación actúen guiados simplemente por los intereses individuales de sus miembros y en contra del interés público (recuérdese lo que se dijo *supra* sobre los conflictos de intereses y el principio de separación regulador-regulados).

²² Como dice CASTILLA (*op. cit.*, página 109), «la autorregulación implica otorgar competencias regulativas a entidades que serán destinatarias de las normas dictadas en virtud de las facultades conferidas. Por esta razón, existe el peligro de que los poderes de autorregulación conferidos a los mercados se utilicen en el interés propio de sus miembros -los intermediarios- en detrimento del interés público». Véase asimismo PAGE, *op. cit.*, página 141 y ss; GARRIDO, *op. cit.*, página 560.

²³ Véase ARIÑO ORTIZ, *op. cit.*, página 256.

²⁴ DE LA CUETARA MARTINEZ, *op. cit.*, página 749.

²⁵ SALINAS ADELANTADO, *op. cit.*, página 757; ARIÑO ORTIZ (2001).

²⁶ HARDEN y LEWIS (1996).

²⁷ OGUS, *op. cit.*, página 99.

²⁸ Véase MAURIZI (1974), página 399; GELLHORN (1976), página 4.

²⁹ Para un detallado análisis de la perturbadora incidencia de tales prácticas sobre la libre competencia, con cita de abundantes resoluciones del Tribunal de Defensa de la Competencia, véase GONZALEZ VARAS-IBAÑEZ, S., *op. cit.*, páginas 509-523.

Ineficacia

Fishman, en una aproximación más empírica al problema, ha constatado el escaso éxito de los organismos de autorregulación en la persecución y sanción efectivas de los incumplimientos de sus miembros³⁰. En la misma dirección, Kahan ha puesto de relieve tanto el incentivo negativo que a este respecto supone la necesidad de los organismos de autorregulación de proteger su reputación como la desventaja que deriva de su incapacidad legal para imponer sanciones penales a sus miembros³¹.

Otros autores adoptan posturas más matizadas al considerar que la autorregulación, si bien eficiente en grupos sociales cerrados y de fuerte identidad cultural, pierde gran parte de su eficacia en mercados con participantes heterogéneos en los que los factores de presión cultural y social juegan un papel desdeñable³².

Nuevos planteamientos en la autorregulación

Frente a los planteamientos maniqueístas de buena parte de la doctrina, no faltan quienes lúcidamente rechazan abordar el examen de las ventajas e inconvenientes de la autorregulación en términos apriorísticos, considerando que el mismo sólo cobra sentido en relación a los pros y contras de la regulación pública en un mercado o sector económico determinado. Entre aquéllos, Jensen y Meckling postulan que la opción entre regulación pública y autorregulación debe realizarse para cada supuesto concreto en función del análisis del impacto de uno y otro modelo sobre el importe global de los costes de agencia y los costes de información³³. Ya hemos dicho *supra* a este respecto que, por lo general, la autorregulación lleva consigo una reducción de los costes de información. Los costes de agencia juegan en sentido contrario: aumentan a medida que crece el

espacio concedido a la autorregulación³⁴. Por ello, la elección de un modelo de regulación estatal o de un modelo de autorregulación debe ser siempre el resultado de la comparación de los costes de información y de agencia resultantes de uno y otro. Así, por ejemplo, en aquellos mercados altamente competitivos con constantes cambios tecnológicos, los elevados costes de transmisión de la nueva información a un regulador estatal aconsejan apelar a la autorregulación³⁵.

Por otra parte, la influencia del *Teorema de Coase*³⁶ ha empujado a numerosos autores a abrazar la causa de la llamada «autorregulación consensual» (*consensual self-regulation*), modelo éste en el que el papel de la ley queda reducido a la formulación de objetivos generales cuya concreta instrumentación ha de tener lugar mediante los acuerdos que alcancen los titulares de los diversos intereses en juego en el correspondiente mercado, correspondiendo a las autoridades administrativas tanto el control de la adecuación de tales acuerdos a aquellos objetivos generales como la supervisión de su cumplimiento. No obstante, es forzoso reconocer que la idoneidad del modelo no es la misma para todos los mercados; en particular, aquél parece no adecuarse bien a aquellos mercados escasamente homogéneos en que el elevado número de interesados y la muy diversa capacidad real de acceso a la información de éstos incrementarían los costes de transacción mucho más allá de lo económicamente soportable, así como tampoco a aquellos otros con externalidades ampliamente diseminadas o en que la «cristalización» de los

³⁰ FISHMAN (1993), página 163.

³¹ KAHAN (1997), página 1509 y ss.

³² Véase RIDER-HEW (1977), página 144 y ss. (citado por GARRIDO, *op. cit.*, página 554, nota 27).

³³ Véase JENSEN y MECKLING (1992) (citado por CASTILLA, *op. cit.*, página 106, nota 204).

³⁴ Partiendo de una concepción amplia de las relaciones de agencia, se dice que los costes de agencia incluyen los gastos incurridos por el principal (ya tengamos por tal al legislador o al conjunto de quienes participan en el mercado en cuestión) para controlar al agente, los gastos en que incurra el propio agente al objeto de evitar la adopción de decisiones que perjudiquen al principal o de garantizar una compensación a éste y la inevitable divergencia final entre las decisiones adoptadas y aquéllas otras que hubieran servido mejor el bienestar del principal. Véase sobre los costes de agencia, JENSEN y MECKLING (1976), página 305 y ss.

³⁵ CASTILLA, *op. cit.*, página 108.

³⁶ En la formulación clásica del teorema coasiano, la existencia de externalidades, en ausencia de costes de transacción, obedece a la falta de definición de los diversos derechos o intereses en juego; cuando los mismos están definidos con precisión, sus diversos titulares negociarán hasta alcanzar un resultado eficiente. Véase COASE (1960), páginas 3 y ss.

correspondientes riesgos pudiera acarrear consecuencias particularmente dramáticas (caracteres éstos que, en un grado u otro, concurren ambos en los mercados financieros)³⁷.

Finalmente, también han suscitado el interés de los estudiosos de los mercados de valores los denominados modelos de «autorregulación competitiva» (*competitive self-regulation*), cuyo punto de partida estriba en que, en un entorno de rivalidad creciente, los propios mercados cuentan con un poderoso incentivo para proporcionar reglas de contratación y de conducta que redunden en el mejor interés de los inversores: la competencia entre mercados por la captación de clientes que actúa como estímulo directo de la mejora constante en la calidad de los servicios que aquéllos proporcionan³⁸. Conviene reparar, no obstante, en que tales modelos, por definición, únicamente son viables en mercados no monopolísticos. Es más, incluso en éstos, la calidad no siempre es fácil de comunicar en términos tales que permitan a los usuarios hacer de la misma un elemento de comparación. De ahí que se haya advertido del riesgo de que «if prices are easily compared but quality remains hidden, competition will have the perverse effect of forcing traders to lower the latter»³⁹.

3. La autorregulación en España

Aun siendo cierto que la autorregulación no ha alcanzado nunca en nuestro país las cotas de prosperidad de que durante mucho tiempo gozó más allá del Canal de La Mancha, tampoco puede afirmarse que la misma sea absolutamente desconocida en nuestro derecho. Antes bien, asistimos en la actualidad a una cierta eclosión de esta institución —al menos en determinados sectores económicos— por cuanto son muchos los espacios en nuestro ordenamiento jurídico que los poderes públicos han abierto progresivamente, bien que en muy diverso grado, a aquélla. Si bien el objeto de esta obra nos impide demorarnos

en un examen mínimamente riguroso del entero abanico de las diversas manifestaciones de este fenómeno, no podemos tampoco renunciar a mencionar, siquiera brevemente, las más llamativas (bien por su relevancia intrínseca, bien por su novedad)⁴⁰:

- Los *colegios profesionales* son una de los más antiguas y acabadas formas de autorregulación en nuestra historia jurídico-institucional y, al mismo tiempo, la personificación más obvia de los abusos y excesos en que aquélla puede desembocar. No es de extrañar por ello que, a diferencia de otros mecanismos autorregulatorios en claro ascenso en el favor de nuestros legisladores, las durante mucho tiempo indiscutidas potestades de los colegios profesionales sean hoy objeto de franca erosión por parte de los tribunales y de las autoridades encargadas de velar por la libre competencia.

- Nuestra regulación más reciente de las *telecomunicaciones audiovisuales* proclama enfáticamente que «los poderes públicos promoverán el desarrollo de organizaciones de autorregulación del sector, pudiendo acudir, también, a ellas cualesquiera personas o entidades que se consideren perjudicadas» (Disposición Adicional Tercera de la Ley 25/1994, de Televisión, de 12 de julio, añadida por la Ley 22/1999). Es más, la propia Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones insiste en modelos de autorregulación para resolver muchas de las diferencias entre los agentes económicos antes de invocar a las autoridades que legalmente deben resolverlas, retirándose aquélla para dar ocasión a que los propios interesados establezcan sus relaciones, sus procedimientos y criterios⁴¹.

- Los *convenios colectivos* son quizás la manifestación más importante hoy en día de la participación de sujetos privados en funciones normativas. Recordemos simplemente que su fuerza vinculante, reconocida en el artículo 37.1 de nuestra Carta

³⁷ OGUS, *op. cit.*, páginas 100-102.

³⁸ CASTILA, *op. cit.*, páginas 100-103.

³⁹ AKERLOF, G.A., (1970), página 488, citado por OGUS, *op. cit.*, página 103, nota 38.

⁴⁰ Adviértase, no obstante, que, si por algo se caracterizan dichas manifestaciones es precisamente por la suma heterogeneidad que las anima, no sólo en relación con las distintas materias sociales sobre las que operan (profesiones liberales, sectores de interés general, actividad industrial, etcétera) sino, principalmente, en cuanto a los muy diversos niveles (más bien concepciones) de autorregulación que en las mismas se reflejan.

⁴¹ GONZALEZ-VARAS IBAÑEZ, *op. cit.*, página 147.

Magna, se extiende a todos los empresarios y trabajadores comprendidos en su ámbito de vigencia, aun a aquéllos no pertenecientes a las asociaciones empresariales o sindicatos negociantes.

- También en materia de *normalización industrial y elaboración de normas técnicas* cabe hallar ciertas manifestaciones de autorregulación —o cuando menos, de regulación privada— ya que si bien el artículo 12.5 de la Ley 21/1992, de Industria, de 16 de julio, atribuye al Gobierno la potestad para la aprobación de los Reglamentos de Seguridad Industrial, lo cierto es que buena parte de las reglamentaciones adoptadas por nuestro Ejecutivo contienen remisiones «flexibles» a favor de las normas técnicas de normalización, habilitándose a los organismos de normalización privados (AENOR, etcétera) para adoptar el contenido técnico de la reglamentación sin aprobación ulterior por parte de aquél⁴².

- Finalmente, tampoco *Internet* parece sustraerse al influjo de las nuevas tendencias, considerándose la autorregulación el mejor medio para evitar la sobrerregulación, que es una de las mayores preocupaciones de los agentes del mercado del comercio electrónico⁴³.

4. Autorregulación en los mercados financieros españoles

Se ha afirmado por algunos de los mejores expertos en la materia que «self-regulation is not the most tenable structure in finance»⁴⁴. En parecido sentido, la Exposición de Motivos de nuestra Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito explica que «numerosas experiencias internacionales y la propia española, acumuladas a lo largo de muchos años, han puesto de manifiesto la absoluta necesidad de someter las entidades financieras a un régimen especial de supervisión administrativa, en general mucho más intenso que el que soportan la mayoría de los restantes sectores económicos».

Aun coincidiendo en términos generales con tales afirmaciones y lejos de pretender erigir la autorregulación en principio general de nuestra legislación financiera, hemos de reparar, no obstante, en el muy distinto papel que en el entramado financiero desempeñan los mercados crediticios y los mercados de capitales, que impone considerar separadamente unos y otros.

Autorregulación y mercado crediticio

No cabe duda de que la ingerencia pública en el mercado crediticio es mucho más intensa que en otros sectores económicos, desempeñando la regulación estatal un indiscutible protagonismo. El resultado es un sistema de amplísima intervención administrativa de la actividad bancaria privada, calificado con diversos nombres: ordenación del crédito y de la banca, disciplina bancaria, supervisión de entidades de crédito, etcétera. Aun cuando los procedimientos y técnicas que adopta dicha intervención son muy diversos entre sí podemos distinguir con Martín-Retortillo tres grandes líneas de actuación⁴⁵.

- En primer lugar, el establecimiento de normas imperativas que afectan a la autonomía negocial de las partes y cuya vigilancia y control se encomienda a la Administración (las normas de transparencia y protección de la clientela).

- En segundo término, la imposición de una obligación genérica de información y publicidad de la situación financiera de las entidades de crédito, encaminada a garantizar la transparencia en su gestión y la posibilidad de una rápida reacción en caso de crisis por parte de la administración y de los interesados (depositantes, accionistas, etcétera).

- Finalmente, la sujeción de las entidades de crédito a la observancia de multitud de normas emanadas del Banco de España en muy diversas materias (recursos propios, coeficientes legales, etcétera) y claramente limitativas de su autonomía organizativa, así como a la inspección y control de aquél que pueden conducir a la adopción de medidas de intervención de singular gravedad.

⁴² Para una encendida crítica del fenómeno, véase ALVAREZ GARCIA (1998), página 343-367.

⁴³ DE LA CUETARA MARTINEZ (2000), página 545.

⁴⁴ GOODHART, et al. (1998), página 69.

⁴⁵ MARTIN RETORTILLO (1991), vol. II, página 154.

Entre tantas formas de intervención pública, no queda espacio alguno para la autorregulación, lo que no debe ser motivo de reproche necesariamente. A este respecto, se ha escrito certeramente que «la problemática que en nuestros días presenta el tema de la intervención administrativa en el crédito privado no es, pues, tanto de la de justificar tal intervención (...), cuanto la de determinar su extensión y alcance, así como la ordenación y el sentido de las medidas que al respecto se establezcan para la protección de los fines que se trata de salvaguardar»⁴⁶. Precisamente la necesidad de un sistema de regulación pública de la actividad bancaria por comparación con los mecanismos de autorregulación propios de algunos mercados de valores halla su justificación en las diversas e importantes diferencias existentes entre las entidades de crédito y el resto de los intermediarios financieros⁴⁷, entre las que destacamos las siguientes:

— La peculiar estructura del balance de las entidades de crédito, cuyo activo está formado por préstamos a medio y largo plazo escasamente líquidos en tanto que su pasivo lo integran principalmente depósitos a la vista.

— La posición central de los bancos en el sistema financiero, especialmente en los sistemas de pago y compensación de instrumentos monetarios.

— Los peligros sistémicos resultantes de las crisis bancarias (el «riesgo de contagio»)⁴⁸.

— El riesgo moral (*moral hazard*) derivado del funcionamiento del sistema bancario en un régimen de «prestamista en última instancia», esto es, el efecto negativo que sobre la diligencia de los gestores de las entidades de crédito, y aun sobre la de los propios depositantes, tiene la existencia de los bancos centrales, prestos a acudir al rescate de las instituciones en dificultades⁴⁹.

Mercados de valores

Los modelos de derecho comparado

No parece que la necesidad de regular los mercados de valores pueda ser puesta en tela de juicio razonablemente en la

⁴⁶ MARTIN-RETORTILLO, *op. cit.*, vol. II, página 127.

⁴⁷ Como apuntan GOODHART, HARTMANN, LLEWELLYN, ROJAS-SUAREZ y WEISBROD (*op. cit.*, página 10), «systemic issues are central in the regulation of banks, but they are much less significant for non-bank financial services, whereas consumer protection issues are comparatively more important in the latter». SANCHEZ ANDRES (1999), página 119, ofrece una explicación más detallada, señalando que: «el funcionamiento de las empresas de inversión que protagonizan su comercio dista todavía mucho de representar un papel decisivo dentro del mecanismo general de pagos (...). En consecuencia, los mercados de valores siguen funcionando sin el mecanismo de un prestamista en última instancia, que abre o cierra el «grifo», según vayan las cosas. Y si éstas se organizan medianamente bien por vía de regulación prudencial y supervisión de prácticas desviadas, la formación de una cola delante del portal de una casa de valores debería ser fenómeno infrecuente y, en su caso, colectivamente irrelevante, aun cuando la firma cayera después en quiebra. Para evitar que esa quiebra se produzca están previstos –valga otra vez el anglicismo– los llamados «requerimientos» de capital y los sistemas de evaluación de riesgos. Por otra parte, los mecanismos de «entrega contra pago», la interposición de las cámaras de compensación para asegurar la contrapartida en ciertos mercados (entre nosotros los de futuros y opciones) y la constitución de «fianzas» obligatorias en todos ellos, ofrecen «colchones» normalmente suficientes para amortiguar imprevistos y evitar que el mercado se resienta ante incumplimientos singulares».

⁴⁸ E. W. KELLY (Gobernador del Federal Reserve Board norteamericano), asevera que «It is probably fair to say that there is considerable agreement among central bankers and other economic policy makers that bank's unique balance sheet structure creates an inherent potential instability in the banking system. Rumours concerning an individual bank's financial condition can spread if the distressed institution is large or prominent; the panic can spread to other banks, with potentially debilitating consequences for the economy as a whole » («Remarks at the Seminar on Banking Soundness and Monetary Policy in a World of Global Capital Markets, Sponsored by the International Monetary Fund», Washington, DC, 1997) Aunque BENSTON y KAUFMAN (1988) han cuestionado la proclividad de las crisis bancarias al riesgo sistémico, lo cierto, como advierte GREENSPAN, es que «there will always exist a remote possibility of a chain reaction, a cascading sequence of defaults that will culminate in financial implosion if it is allowed to proceed unchecked» («Remarks at the Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta», 1996).

⁴⁹ Nuestro ordenamiento positivo se ha hecho eco de tales razones, afirmándose en la Exposición de Motivos de la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito que las entidades de crédito «captan recursos financieros entre un público muy amplio, carente en la mayor parte de los casos de los datos y de los conocimientos necesarios para proceder a una evaluación propia de la solvencia de aquéllas. La regulación y supervisión públicas aspiran a paliar los efectos de esa carencia, y facilitan la confianza en las entidades, una condición indispensable para su desarrollo y buen funcionamiento, esencial, no sólo para los depositantes de fondos, sino para el conjunto de la economía, dada la posición central que reúnen esas entidades en los mecanismos de pagos».

actualidad. Es más, lo cierto es que desde sus orígenes hasta nuestros días, y cualquiera que sea el sistema bursátil prevalente en cada país, tales mercados han sido objeto permanente de una ordenación jurídica específica⁵⁰. Las modernas tendencias desreguladoras apenas si han mecho mella en este principio, antes bien, al contrario. Es verdad que la desregulación ha supuesto, en primer lugar, re-examinar las técnicas de intervención a la luz del análisis económico del derecho (en función de los costes y de los beneficios aparejados a aquéllas), pero también lo es que el resultado de dicho examen rara vez ha consistido en el cese absoluto de toda intervención sino más bien en el rediseño de la misma y la articulación de otras técnicas distintas y más eficientes⁵¹. Con carácter general, los distintos procesos privatizadores que han tenido lugar en las últimas décadas del pasado siglo permiten constatar que, en la práctica, la desregulación no consiste en un proceso de mera derogación de normas, sino en la sustitución de las viejas normas existentes, omnicomprendidas y marcadamente intervencionistas, por otras nuevas encaminadas exclusivamente a preservar la libertad y competencia de los mercados.

Los mercados de valores no han sido en modo alguno ajenos a este fenómeno. Por el contrario, las tendencias desreguladoras por las que en este ámbito han atravesado la mayoría de los países industrializados han culminado en la promulgación de ordenamientos de nuevo cuño, que tienen su *leit-motiv* en la protección del inversor y de la eficiencia de los mercados y se caracterizan por la creación o reforzamiento de un órgano de control⁵². No obstante, los sistemas resultantes

de tales procesos neorreguladores no se articulan necesariamente del mismo modo; antes bien, cabe distinguir dos modelos diferentes.

- El modelo norteamericano nacido de la desregulación adopta un «esquema típico piramidal»⁵³, tanto en el plano de la función de producción normativa como en el de la supervisión. En ambos, son los poderes públicos encarnados respectivamente en las *Securities Acts*⁵⁴ y en la *Securities and Exchange Commission* (SEC), encargada de la supervisión de los mercados bursátiles, y la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), a la que se encomienda el control de los mercados de futuros y opciones, quienes ocupan el vértice de la pirámide, existiendo en la base de la misma algún margen de actuación para diversos organismos autorregulatorios (*self regulation organisations* o *SROs*)⁵⁵, incluidos los *exchanges* o mercados de valores (cuya capacidad de autonormación no es, no obstante, en modo alguno comparable a aquella de que gozaban con anterioridad a la promulgación de la *Securities Exchange Act*)⁵⁶.

- El modelo inglés resultante del «*Big Bang*» y de la promulgación de la *Financial Services Act* de 1986, responde por el contrario a un esquema de «pirámide invertida», que concede un papel preferente a la regulación y control por las *self regulation organisations*, sujetas, no obstante, en un segundo escalón a las directrices normativas y a la supervisión del *Securities Investment Board*

desregulación, han aumentado considerablemente las potestades de disciplina y supervisión. La CNMV actúa con poderes de sanción muy superiores a los antes existentes. Hoy en día, tras la desregulación, existe mayor libertad de acceder a dicho mercado financiero que anteriormente y, en parte gracias a ello, anatematizamos ciertas conductas que antes constituían incluso la manera normal de operar de los sujetos iniciados». Véase asimismo SALINAS ADELANTADO, *op. cit.*, página 742.

⁵³ SALINAS ADELANTADO, *op. cit.*, página 744.

⁵⁴ Fundamentalmente, la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934, ambas objeto desde su promulgación de numerosas y profundas reformas.

⁵⁵ Semejante al norteamericano es el modelo francés. Tanto la producción normativa como la supervisión competen al Gobierno (en el segundo caso, a través de la *Commission des Opérations de Bourse* o COB), bien que con algún margen de actuación -mucho más reducido, eso sí, que en los Estados Unidos- en favor de órganos con un cierto perfil profesional como la *Société des Bourses* o el *Conseil des Bourses*.

⁵⁶ Véase LOSS (1995), página 634-648.

⁵⁰ Véase SANCHEZ ANDRES (1999), página 68.

⁵¹ ARIÑO ORTIZ, SORIANO GARCIA, *op. cit.*, página 9; GAYLE y GOODRICH.

⁵² A propósito de nuestro país SORIANO GARCIA (*op. cit.*, página 11-12) explica que «cuando el estado toma la decisión de desregular el mercado de valores, suprime a unos agentes interventores de dicho mercado que tenían la veste de funcionarios públicos (los Agentes de Cambio y Bolsa). Mantenían una cierta cohesión corporativa mediante una «Junta Sindical» pero las potestades de investigación y de disciplina sobre el sector apenas existían y los usuarios carecían de la más mínima protección. De hecho, en dicha época, el tráfico de información privilegiada era moneda común y corriente, con la cual los iniciados en el sector hacían grandes fortunas. Con la introducción de la

(SIB) a su vez controlado por el Gobierno. Se llega así, a lo que el propio SIB en su Informe Anual de 1996 denominaba con el término de «practitioner based statute-backed regulation», en el que la regulación legal queda reducida a su mínima expresión, limitándose a establecer las líneas generales del sistema y a estructurar las relaciones entre los distintos titulares de competencias.

Ninguno de tales modelos ha escapado a la atención de nuestra doctrina. Así, Salinas Adelantado se pronuncia sin ambages a favor del norteamericano, si bien que las razones que aduce para ello guardan más relación con alguno de los aspectos prácticos más enojosos del sistema inglés que con una —inexistente— valoración abstracta de los regímenes de autorregulación⁵⁷.

Desde la orilla opuesta, Castilla ha puesto de relieve las dudas que sobre el papel a desempeñar por la regulación estatal en el entorno financiero contemporáneo ha suscitado la revisión crítica de los fundamentos históricos y económicos del modelo americano, cuyo alumbramiento es consecuencia directa de la crisis económica de 1929⁵⁸. Como es sabido, hasta dicha fecha la regulación de los mercados de valores había correspondido a los propios mercados; fue entonces cuando la opinión pública norteamericana creyó apreciar un nexo causal entre el sistema autorregulatorio, el «Jueves Negro» y la Gran Depresión⁵⁹, que empujó al Congreso a la aprobación de las *Security Acts* de que surge el modelo actual. Pues bien, del mismo modo en que hoy en día parece aceptarse que el *crash* bursátil fue meramente producto de la anticipación por los inversores de la Gran Depresión venidera (y no la causa de ésta como proclamaba el mito), también se admite que no hay pruebas que demuestren la vinculación entre el *crash* bursátil y las acusaciones vertidas contra

el sistema autorregulatorio vigente con anterioridad al mismo (fraude generalizado, falta de información de los inversores y manipulación de precios por los intermediarios⁶⁰). Es más, tampoco está comprobado que el nuevo modelo condujera a una mejoría significativa de la situación⁶¹.

En un punto intermedio se sitúa Sánchez Andrés, quien desde su indudable magisterio, asevera que «los sistemas de autogobierno han propiciado por lo general —dentro de su reconocida flexibilidad— una regulación de mercado más completa y rigurosa que la comúnmente ofrecida por las ordenaciones estatales» para, sin solución de continuidad, matizar que la autorregulación «sólo resiste la comparación con experiencias de ordenaciones impuestas desde fuera si nos referimos a hipótesis de control externo gestionadas por agencias independientes, que en el fondo ofrecen alternativas que descansan sobre parecida mentalidad e idéntica tradición jurídica»⁶².

En todo caso, lo cierto es que la mayoría de los países desarrollados han optado por sistemas de regulación pública independiente de los mercados de valores, similares en su enfoque, fines e instrumentos al norteamericano. Es más, la evolución del propio modelo inglés, sobre la que, por la especial significación de aquél volveremos inmediatamente, arroja algo más que una sombra de duda sobre la viabilidad de cualquier pretensión de erigir la autorregulación en el eje de la moderna ordenación de los mercados de valores.

Breve excursus sobre la evolución del modelo inglés

Se ha afirmado, tan concisa como certeramente, que «Britain appears to be something of a haven for self-regulation»⁶³. Varios son los factores que explican tal circunstancia, desde el tradicionalismo de la cultura anglosajona (que fomentaría los sistemas de autorregulación en cuanto herederos directos de la organiza-

⁵⁷ Así, los principales defectos achacados por el autor citado (*op. cit.*, página 756-758) al modelo inglés son, la excesiva minuciosidad de los *rule books* elaborados por los SROs que los hace muy susceptibles de rápida obsolescencia y la posibilidad (nada teórica) de que los operadores que desarrollan varias actividades estén sujetos al control de varios organismos de autorregulación, lo que incrementa considerablemente los costes de cumplimiento de las normas y de relación con el regulador. Tan sólo las referencias al mayor riesgo de captura del regulador por el regulado constituyen un argumento intrínseco en contra de la autorregulación.

⁵⁸ CASTILLA, *op. cit.*, página 261-265.

⁵⁹ Véase MAHONEY (1997), página 1462.

⁶⁰ Véase SELIGMAN (1983), página 18 y ss.

⁶¹ Véase ROMANO, (1998), página 2382; y MAHONEY, *op. cit.*, página 1464 y ss.

⁶² SANCHEZ ANDRES, *op. cit.*, página 68.

⁶³ BAGGOT (1989), página 438.

ción gremial medieval) hasta las peculiaridades del ordenamiento administrativo inglés⁶⁴. Sean cuales fueren las causas, lo cierto es que la autorregulación preside por completo el mercado bursátil inglés desde el mismísimo nacimiento de la Bolsa de Londres en 1694 hasta bien entrada la segunda mitad de la pasada centuria (sin perjuicio, empero, de la esporádica corrección por parte del Estado de ciertos fraudes y abusos, corrección ésta de la que son muestra, entre otras, las *Prevention of Fraud (Investments) Acts* de 1939 y 1958).

El sistema parece no obstante entrar en crisis a finales de los años setenta y principios de los ochenta, en que tiene lugar la publicación del archifamoso «informe Gower», elaborado a instancias del Gobierno de su Graciosa Majestad en un intento de hacer frente a los numerosos escándalos financieros que salpicaron el Reino Unido por aquel entonces. A lo largo y ancho de dicho informe late la idea de que los mercados son por sí mismos incapaces de garantizar las condiciones de transparencia necesarias para la confianza y protección de los inversores no profesionales, siendo necesario encomendar las funciones de regulación y supervisión a un organismo público dotado de amplios poderes⁶⁵. Es bien conocido, sin embargo, como la oposición frontal de los miembros de la City a la creación de una «SEC inglesa» forzó a Gower a adoptar una solución de compromiso entre la libertad del mercado y la protección del inversor, plasmada en el modelo de «autorregulación dentro de un marco legal» (*self-regulation within a statutory framework*) que consagra la *Financial Services Act* de 1986, en el que un órgano independiente, el *Securities and Investments Board* (SIB), supervisa la actividad de las *self-regulating organisations* (SROs)⁶⁶.

El régimen resultante es un híbrido de regulación pública y autorregulación. Así, las competencias gubernamentales (que residen originariamente en el *Department of Trade and Industry*) son objeto de delegación en favor del SIB, que no es un órgano del *Department of Trade and Industry*, ni siquiera un organismo autónomo, sino una sociedad privada financiada mediante las aportaciones de los mercados regulados por ella. Por otra parte, el tamaño del SIB lo hace deliberadamente inapropiado para autorizar, regular y supervisar directamente todas las instituciones financieras inglesas, por lo que ha de apoyarse necesariamente en mecanismos de autorregulación. Es más, la propia *Financial Services Act* fomenta que los operadores de los mercados financieros se agrupen por sectores y constituyan SROs, autorizadas y controladas por el SIB⁶⁷. Las facultades que se atribuyen (o subdelegan) a las SROs son muy variadas. Entre ellas se cuentan, por mencionar sólo las más significativas, la de autorizar a las empresas que quieran desempeñar actividades comprendidas en su esfera de autorregulación, la de elaborar normas (*rule books*) en materia de reglas de conducta y protección del inversor específicas para el correspondiente sector de actividad (con sujeción, eso sí, a las directrices generales dictadas por el SIB) y la de sancionar posibles incumplimientos de las mismas. Son pues los propios operadores, a través de las SROs, los que regulan y vigilan su propio funcionamiento, mientras que el Estado, y ello a través del SIB, sólo controla que los controladores realicen correctamente su función⁶⁸. A este hecho debe unirse lo imperfecto del mecanismo de con-

⁶⁴ Véase GARRIDO, *op. cit.*, página 554, quien explica que «en el sistema inglés (...) cuando el Parlamento delega sus poderes al Gobierno, los jueces tienden a interpretar la delegación de un modo extremadamente restrictivo, por lo que el aparato administrativo tuvo muy poco desarrollo hasta tiempos recientes. La autorregulación es la solución al problema de la rigidez en la atribución de competencias».

⁶⁵ Véase «The Gower report - A British SEC?» en *International Financial Law Review*, agosto 1983, página 28.

⁶⁶ Véase GARRIDO, *op. cit.*, página 553-565; SALINAS ADELANTADO, *op. cit.*, página 728-732.

⁶⁷ Las organizaciones de autorregulación que en su día fueron autorizadas por el SIB son la LAUTRO (Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organisation), que agrupaba a las compañías de seguros y fondos de inversión; la TSA (The Securities Association), en la que se asociaron los operadores en títulos valores; la IMRO (Investment Management Regulatory Organisation), que incluía asesores financieros, administradores de grandes carteras de valores y esquemas de inversión colectiva; la AFBF (Association of Future Brokers and Dealers), que agrupaba a los operadores en el mercado de futuros y opciones financieras; y la FIMBRA (Financial Intermediaries, Managers and Brokers Regulatory Association), organización de autorregulación de los agentes que ofrecen servicios y productos financieros a clientes no profesionales.

⁶⁸ SALINAS ADELANTADO, *op. cit.*, página 737.

trol de la actuación del SIB, que, como crudamente afirma Garrido, es lo peor de un sistema⁶⁹ que pretende minimizar la intervención estatal sin perjuicio de la protección del inversor.

La *Companies Act* de 1989 introdujo diversos cambios en el esquema descrito *supra*, algunos de los cuales anuncian ya una cierta ruptura del sistema de *self-regulation within a statutory framework*. Así, se refuerzan las facultades de intervención del SIB, habilitándosele para determinar aquéllas de sus reglas esenciales (*core rules*) que han de ser de aplicación directa a todos los miembros de los SROs sin necesidad de trasposición por éstos. En 1990, Garrido escribía que «estos cambios apuntan a una potenciación del SIB en claro detrimento de las organizaciones de autorregulación. (...) Es muy posible que, de seguir el curso de evolución actual, el SIB acabe siendo muy similar a la Securities and Exchange Commission (SEC) norteamericana, con lo que habrá conseguido finalmente lo que siempre han tratado de evitar los grupos de presión ingleses», para escasas líneas más tarde apuntillar que «el papel de las organizaciones de autorregulación parece cada vez más insignificante y confuso»⁷⁰.

Pocas veces una profecía se ha revelado tan certera. Los tres últimos años, últimos del siglo, han contemplado una radical transformación del marco regulatorio de las actividades financieras en el Reino Unido. El primer paso en este proceso fue el cambio de denominación del SIB, que fue rebautizado como *Financial Services Authority* (FSA), manteniendo, no obstante la naturaleza de sociedad privada, independiente del Gobierno⁷¹. La FSA nació llamada a convertirse en el regulador único de todo el sistema financiero británico⁷². En 1998 asumió las competencias del Banco de Inglaterra sobre ordenación del sector bancario, para, a partir de la entrada en vigor de *Financial Services and Markets Act 2000* absorber las funciones normativas y

de supervisión en manos de los distintos SROs, así como las competencias en materia de reconocimiento y supervisión de mercados de valores y sistemas de compensación y liquidación.

Sería ocioso explayarnos sobre la trascendencia de esta reforma en la materia que nos ocupa. Baste señalar que la misma supone una ruptura radical con la tradición británica de la autorregulación y el ocaso (¿definitivo?) de ésta última.

La autorregulación en los mercados de valores españoles

Un examen muy somero de nuestra legislación del mercado de valores basta para concluir sin margen de error que el legislador español se ha decantado rotundamente por el modelo norteamericano frente al inglés. En efecto, tanto en el plano de la función de producción normativa como en el de la supervisión y control, el papel asignado a la autorregulación es, como tendremos ocasión de examinar a continuación con más detalle, sumamente modesto, siendo el principio inspirador de todo el sistema el de que corresponde directamente al Estado regular y vigilar los mercados de valores, a cuyo efecto tiene lugar la creación de una entidad pública, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), inspirada en el modelo de «agencia independiente» de la SEC norteamericana. Es más, como ha puesto de manifiesto nuestra doctrina, el margen otorgado a la autorregulación en nuestro país es bastante menor que el que se le ha concedido en los Estados Unidos, fenómeno éste que halla su explicación en el fuerte influjo que sobre los redactores de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (la LMV, en lo sucesivo) ejerció en todo momento el derecho francés (que, a diferencia de los anglosajones, no ha abandonado la regulación del mercado bursátil a los agentes del mismo en ninguna etapa de su devenir histórico⁷³) y que se proyecta tanto en el plano de

⁶⁹ GARRIDO, *op. cit.*, página 560.

⁷⁰ GARRIDO, *op. cit.*, página 564.

⁷¹ No obstante, como precisa CASTILLA, (*op. cit.*, página 273, nota 596), dicha independencia es sólo formal, siendo el Ministerio de Economía británico quien nombra los miembros de su Consejo de Administración, los cuales son responsables ante aquél y ante el propio Parlamento.

⁷² Véase BRIAULT (1999); CUENCA MIRANDA (1997), página 1426-1427.

⁷³ Señala SALINAS ADELANTADO (*op. cit.*, página 741), que «como nuestra tradición, a diferencia de lo que sucedía en Gran Bretaña o USA, y de forma similar a lo que pasaba en Francia, es que el Estado controle muy de cerca el funcionamiento de las Bolsas, cuando se produjo la reforma de 1988, no se sintió la necesidad de dar protagonismo a los propios operadores en el control y regulación de los mercados de valores».

las funciones de producción normativa como en el de las de supervisión y control.

Autorregulación y funciones de producción normativa

Tanto la LMV como sus disposiciones de desarrollo asignan a la CNMV la mayor parte del peso de las funciones de producción normativa, hasta el punto de apenas si dejar espacio a los mercados y a los intermediarios financieros para regular por sí mismos su propia actividad. Es más, al decir de algunos autores, el nuevo régimen resultante de la LMV ha incrementado cuantitativamente la intervención pública en la regulación de nuestros mercados de valores⁷⁴. Así lo revela el examen de las facultades de autorregulación de los principales sujetos de los mismos: los organismos rectores de las Bolsas, de los mercados de futuros y opciones y del Mercado AIAF, el SCLV y los intermediarios⁷⁵.

a) Bolsas de valores

Como es bien sabido, la LMV modificó la naturaleza jurídica de las bolsas, que, de organismos no personificados dependientes del Ministerio de Economía y Hacienda y supervisados desde la Dirección General de Política Financiera, pasaron a convertirse en sociedades anónimas participadas por sus propios miembros. La pérdida de su antigua condición de entidades jurídico-públicas llevó consigo la de su capacidad para ejercer potestades administrativas delegadas a través de sus Juntas Sindicales⁷⁶. De ahí que las funciones atribuidas a las Sociedades Rectoras de las Bolsas en la redacción original de la LMV se limiten a la aprobación de la admisión de valores a negociación a que se refiere el artículo 32.1 y a la difusa responsabilidad sobre la organización y funcionamiento interno de los mercados

a que alude el artículo 48.1. No es hasta el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, cuando se concretan mínimamente las competencias de las Sociedades Rectoras⁷⁷, que cabe resumir como sigue: *i)* facultades en materia de admisión de valores a negociación (artículo 11), *ii)* funciones de *dirección del mercado*, con capacidad para adoptar decisiones sobre aspectos determinados de la contratación o del funcionamiento del mercado (artículo 15), *iii)* funciones de *supervisión*, disponiendo el artículo 12.1 que «las Sociedades Rectoras deberán velar por la corrección y transparencia de los procesos de formación de los precios, por la estricta observancia de las normas aplicables a la contratación y demás actividades propias de sus respectivas Bolsas de Valores, así como, en general, por su buen desarrollo», *iv)* funciones de *vigilancia de las operaciones de crédito y a plazo*, en los términos concretamente prevenidos en el artículo 13, *v)* funciones de *recepción y difusión de información* (artículo 14), y *vi)* funciones *consultivas* (artículo 16).

La aparente amplitud de estas competencias topa no obstante con una amarga realidad: las Sociedades Rectoras, a diferencia de los organismos rectores de otros mercados como AIAF o MEFF, no pueden ni siquiera establecer su propio Reglamento (lo que, como veremos *infra* ha sido vivamente criticado desde diversos sectores de nuestra doctrina). Además, están sujetas en el ejercicio de sus funciones a un estrecho «marcaje» por parte de la CNMV, del que las consideraciones siguientes bien pueden valer como botón de muestra:

- Los estatutos de las Sociedades Rectoras y sus modificaciones, así como el nombramiento de los miembros del Consejo de

⁷⁴ CASTILLA, *op. cit.*, página 261.

⁷⁵ Prescindimos, por sus bien conocidas peculiaridades, del examen del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

⁷⁶ Véase JIMÉNEZ-BLANCO (1989), página 164.; SÁNCHEZ ANDRÉS (1989), página 277.

⁷⁷ Como asevera la Exposición de Motivos de dicho Real Decreto, las Sociedades Rectoras «se configuran con un doble carácter: de una parte, como Sociedades Anónimas, potencialmente abiertas a todas las Sociedades y Agencias de Valores, (...); de otra, como Entidades a las que la Ley del Mercado de Valores y especialmente su artículo 48, encomienda tareas de gobierno y dirección del mercado, (...). haciéndolas responsables de su organización y funcionamiento. Ese doble carácter ha exigido, a la hora de regular tales Sociedades Rectoras, un delicado equilibrio entre el respeto al régimen mercantil común de las Sociedades anónimas y las necesidades especiales derivadas de los fines institucionales propios de las Sociedades Rectoras».

Administración y del Director General, requieren previa aprobación de la CNMV (artículo 48 LMV).

- La admisión de valores a negociación precisa en todo caso la acreditación de la previa verificación por la CNMV del cumplimiento de los requisitos previstos en el artículo 32 LMV y sus disposiciones de desarrollo (artículo 11.1 RD 726/1989).

- El Boletín de Cotización publicado diariamente por la Sociedad Rectora de cada Bolsa debe incluir obligatoriamente cuantas informaciones determine la CNMV (artículo 14 RD 726/1989).

- La CNMV puede suspender la aplicación de las decisiones adoptadas por las Sociedades Rectoras en el ejercicio de sus funciones de dirección y administración o dejarlas sin efecto cuando estime que las mismas infringen la legislación del mercado de valores o perjudican la corrección y transparencia del proceso de formación de los precios o la protección de los inversores (artículo 15.2 RD 726/1989).

- Corresponde a la CNMV velar por la correcta aplicación por las Sociedades Rectoras de la legislación vigente y de las decisiones anteriormente referidas, pudiendo a tal fin requerir la modificación de los correspondientes acuerdos (artículo 15.3 RD 726/1989).

- El presupuesto estimativo anual de las Sociedades Rectoras debe ser sometido para su aprobación a la CNMV (artículo 17.2 RD 726/1989).

- La CNMV puede imponer la modificación de precios y comisiones exigidos por las Sociedades Rectoras en pago de los servicios prestados cuando los mismos resulten contrarios al principio de equilibrio financiero, cuando de su aplicación se deriven consecuencias perturbadoras para el desarrollo del mercado de valores o cuando introduzcan discriminaciones injustificadas entre los distintos miembros de la Bolsa mercado (artículo 17.6 RD 726/1989).

- El informe de auditoría anual de las Sociedades Rectoras ha de ser enviado a examen de la CNMV, que puede hacer las recomendaciones que estime pertinentes (artículo 17.7 RD 726/1989).

Idéntico régimen se establece para la Sociedad de Bolsas como Organismo rector del Sistema de Interconexión Bursátil (artículos 18 y 20 RD 726/1989), con el agravante de que inclu-

so la competencia para acordar la integración de valores en el SIB se atribuye a la CNMV, bien que previo informe favorable de la Sociedad de Bolsas (artículo 49 LMV).

b) Mercados oficiales de futuros y opciones (MEFF)

El Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, dictado en ejercicio de la amplísima habilitación conferida al Gobierno por el artículo 59 LMV, atribuye a las Sociedades Rectoras de los mercados de futuros y opciones financieros una panoplia de competencias muy semejantes a las otorgadas por el Real Decreto 726/1989 a los organismos rectores de las Bolsas de Valores y referidas esencialmente al ejercicio de funciones de *dirección* de la contratación y del funcionamiento del mercado (artículo 13), funciones de *supervisión* para la salvaguardia de los derechos de los inversores, la corrección y transparencia de los procesos de formación de los precios, la seguridad del mercado y la ponderación de los riesgos asumidos en los mismos, la estricta observancia de las normas aplicables a la contratación y demás actividades propias del mercado, y, en general, su correcto desarrollo (artículo 11.1), y funciones de *supervisión de la documentación y de las garantías de las operaciones* (artículo 12).

No obstante, a diferencia de lo prevenido para las Bolsas (cuyo Reglamento es directamente obra del regulador estatal), es a las propias Sociedades Rectoras a quienes corresponde la elaboración de sus respectivos Reglamentos, atendiendo a tal efecto a las especiales características técnicas de cada uno de aquéllos. Con todo, esta facultad apenas si supone un ínfimo aumento del margen de autorregulación conferido a los mercados de futuros y opciones respecto del que se brinda a las Bolsas, toda vez que los reglamentos de aquéllos, una vez redactados por sus correspondientes Sociedades Rectoras, deben ser aprobados por el Ministerio de Economía de conformidad con el artículo 2 del Real Decreto 1814/1991. Es más, las facultades de tales mercados están sujetas a las mismas restricciones y cortapisas examinadas *supra* para las Bolsas de Valores y que se cifran en la atribución a la CNMV de potestades para: *i)* aprobar los estatutos de las Sociedades Rectoras así como el nombramiento de los

miembros de su Consejo de Administración y del Director General (artículo 59 LMV, en la nueva redacción efectuada por la Ley 37/1998), *ii*) establecer normas a las que deban ajustarse obligatoriamente los Reglamentos del Mercado, con el fin de proteger el interés de los inversores, de fomentar el buen funcionamiento y la transparencia de los mercados y de asegurar el respeto a las normas de la LMV (artículo 3.3 RD 1814/1991); *iii*) aprobar las condiciones generales de los contratos que hayan de ser objeto de negociación en cada uno de los mercados (artículo 5 RD 1814/1991), *iv*) suspender o dejar sin efecto las decisiones de las Sociedades Rectoras que tengan por objeto la ordenación de la contratación o el funcionamiento del mercado cuando estime que las mismas infringen la legislación del mercado de valores o perjudican la corrección y transparencia del proceso de formación de precios o la protección de los inversores (artículo 13.2 RD 1814/1991), *v*) velar por aplicación por parte de la Sociedad Rectora de la legislación vigente, del Reglamento del Mercado y de las decisiones anteriormente referidas, pudiendo a tal fin requerir la modificación de los correspondientes acuerdos (artículo 13.3 RD 1814/1991), *vi*) aprobar el presupuesto estimativo anual de las Sociedades Rectoras (artículo 14.2 RD 1814/1991), *vii*) imponer la modificación de precios y comisiones exigidos por las Sociedades Rectoras en pago de los servicios prestados cuando los mismos resulten contrarios al principio de equilibrio financiero, cuando de su aplicación se deriven consecuencias perturbadoras para el desarrollo del Mercado de Valores o cuando introduzcan discriminaciones injustificadas entre los distintos miembros del mercado (artículo 14.6 RD 1814/1991), y *viii*) examinar el informe de auditoría anual de las Sociedades Rectoras y efectuar las recomendaciones que estime pertinentes a tenor de dicho examen (artículo 14.8 RD 1814/1991).

c) AIAF Mercado de renta fija

Ligeramente distinta es la posición de AIAF, Mercado de Renta Fija, S.A. como entidad rectora del mercado del mismo nombre y cuyas funciones no derivan directamente de Real Decreto alguno. La explicación de esta circunstancia se halla en

los orígenes de AIAF como mercado no oficial autorizado por la Orden de 1 de agosto de 1991, regido inicialmente por una asociación (la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros), reemplazada a partir de la Orden de 27 de julio de 1995 por una sociedad anónima (AIAF, Mercado de Renta Fija, S.A.) siguiendo el modelo imperante en los restantes mercados de valores. Huérfanos los mercados secundarios no oficiales de toda regulación específica en la LMV (a salvo la exigencia de autorización ministerial para su creación), la Orden de 27 de julio de 1995 se limita a aprobar el Reglamento del Mercado y los Estatutos de la dicha sociedad anónima y a encomendar a la CNMV el control y supervisión de aquél.

Es pues el propio Reglamento del Mercado, aprobado administrativamente como se ha dicho, la norma de la que traen causa las funciones atribuidas al organismo rector, las cuales, por lo demás, son muy semejantes a las de las Sociedades Rectoras de los otros mercados. Así, el artículo 3.a) del Reglamento se refiere a las funciones genéricas de dirección, ordenación, gestión y supervisión del mercado, que se plasman, entre otras, en las competencias siguientes: *i*) aprobación de circulares e instrucciones en el ejercicio de sus funciones, *ii*) velar por la corrección y transparencia de los procesos de formación de precios, la salvaguardia de los derechos de los inversores, la seguridad del Mercado, la ponderación de los riesgos, la estricta observancia de normas aplicables a la contratación y las demás actividades del propio mercado y, en general, su correcto desarrollo, *iii*) decidir sobre la admisión de valores a negociación, y *iv*) supervisar el buen funcionamiento de los sistemas de cotización y negociación y del sistema de compensación y liquidación.

Gravitan, no obstante, sobre la autonomía organizativa de este mercado severas restricciones, singularmente la necesidad de aprobación por el Ministerio de Economía tanto del Reglamento del Mercado como de los propios estatutos del organismo rector (artículo 6 de la Orden de 27 de julio de 1995) y la atribución a la CNMV de las potestades de aprobar cualquier modificación sustantiva que se produzca en el desarrollo y prestación de servicios relacionados con la compensación y liquidación de efectivos y valores (artículo 6 de la Orden), suspender o dejar sin

efecto las circulares del organismo rector cuando estime que infringen la legislación del mercado de valores o perjudican la corrección y transparencia del proceso de formación de precios o la protección de los inversores (artículo 9 del Reglamento de AIAF), y supervisar el procedimiento de admisión de valores a negociación, admisión que debe siempre ampararse en un folleto de emisión u oferta verificado por aquélla (artículo 18 del Reglamento).

No obstante, el control de la CNMV se nos antoja algo menos férreo que el que pesa sobre las Sociedades rectoras de los restantes mercados oficiales: ni el nombramiento del Consejo de Administración o Director General está sujeto a aprobación por la CNMV (limitándose el artículo 6 de la Orden a atribuir a la CNMV facultades para «conocer» de éste) ni tampoco son de aplicación a AIAF las restricciones que en materia de régimen económico y presupuestario pesan sobre aquéllas.

d) Servicio de compensación y liquidación de valores (SCLV)

Si bien el Real Decreto 116/1992 sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, otorga al Servicio funciones *normativas*⁷⁸ y de *dirección y administración* de los procesos de compensación y liquidación (artículo 73) y de *supervisión* de la adecuada llevanza de los registros contables por parte de las Entidades adheridas y de la corrección y eficiencia de los procesos de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles (artículo 72.1), la autonomía del SCLV para el ejercicio de tan amplias facultades está lastrada por un conjunto de controles, tanto previos como *a posteriori*, muy semejantes a los examinados en relación con los mercados oficiales de valores. Así, las competencias de la CNMV en la materia incluyen, entre otras, las de: *i*) aprobar los Estatutos del Servicio; las Sociedades Rec-

toras deben ser aprobados administrativamente (artículo 67), así como el nombramiento de los miembros del Consejo de Administración y del Director General (artículo 68.2), *ii*) designar un delegado, con voz pero sin voto, para asistir a las reuniones del Consejo de Administración, cuya convocatoria está facultado a solicitar (artículo 68.3), *iii*) suspender o dejar sin efecto las decisiones adoptadas por el Servicio cuando estime que las mismas infringen la legislación del mercado de valores o perjudican el adecuado desarrollo de la compensación y liquidación (artículo 73.2), *iv*) aprobar el presupuesto estimativo anual del Servicio que debe ser sometido para su aprobación a la CNMV (artículo 71.2), *v*) imponer la modificación de precios y comisiones exigidos por el Servicio cuando los mismos resulten contrarios al principio de equilibrio financiero, cuando de su aplicación se deriven consecuencias perturbadoras para el desarrollo de la liquidación y compensación o cuando introduzcan discriminaciones injustificadas entre los usuarios (artículo 71.4), *vi*) examinar el informe de auditoría anual del SCLV y efectuar las recomendaciones que estime pertinentes (artículo 71.5).

e) Intermediarios financieros: los reglamentos internos de conducta

El abandono por la LMV del tradicional modelo francés de Bolsa de Estado por un sistema de Bolsa privada en línea con los ordenamientos anglosajones parecía augurar la irrupción con cierta fuerza de un modelo de autorregulación para los nuevos mercados de valores en España con primacía de las normas de deontología profesional características de aquéllos⁷⁹. No ha sido así. Antes bien, una de las novedades más importantes de la LMV, en palabras de su propia Exposición de Motivos, ha sido la de recoger en su Título VII unas normas mínimas de conducta de cuantos operan con los mercados de valores, inspi-

⁷⁸ Véase al respecto GONZÁLEZ CASTILLA (1999), página 33 y ss.

⁷⁹ FERNANDEZ DE ARAOZ GOMEZ-ACEBO, *op. cit.*, página 146.

radadas en las Recomendaciones y propuestas de Directivas de la Comunidad Económica Europea y encaminadas a defender la absoluta prioridad de los intereses de los inversores sobre las de los intermediarios, habilitando asimismo al Gobierno para aprobar «códigos de conducta».

Dicha habilitación se concretó en la promulgación del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, que en su capítulo II regula el código general de conducta de las entidades que realicen actividades relacionadas con los mercados de valores, cuya base fundamental son las directrices en la materia elaboradas por el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). Late tras este hecho la desconfianza de los modernos reguladores respecto de la eficacia de las simples reglas deontológicas de corrección profesional que hasta entonces habían imperado en este ámbito⁸⁰, en el que la autorregulación se concebía no como un completo abandono de la función de protección del inversor a los propios mercados y a las entidades que en el mismo operan, sino como la formación de un nuevo marco normativo, más próximo al individuo que las normas emanadas de los reguladores públicos, que aspira a organizar eficazmente la actividad de los mercados y a preservar la confianza de los inversores como requisito esencial del desarrollo y prosperidad de los mismos⁸¹.

No obstante lo anterior, el mestizaje de las técnicas normativas latinas y anglosajonas observable en la LMV y en sus normas de desarrollo parece desembocar en un modelo mixto, en el que junto al código general de conducta formulado por el Gobierno y limitado a la formulación de los grandes principios en la materia coexistirían los reglamentos internos de conducta de cada intermediario que el artículo 3.1 del Real Decreto 629/1993 les obliga a elaborar⁸², llamados a desarrollar y con-

cretar tales principios y el incumplimiento de cuyas normas, en cuanto fueran desarrollo del código general de conducta, podría dar lugar a la imposición de las correspondientes sanciones administrativas. Nada de esto, sin embargo, guarda relación alguna con la genuina autorregulación. Basta con mencionar que los reglamentos internos deben ser remitidos a la CNMV, que puede formular las modificaciones que estime necesarias (artículo 3.4), para poner seriamente en duda que se trate de autorregulación por parte de las entidades que actúan como intermediarias en los mercados⁸³.

Autorregulación y funciones de control

Si escasas son las facultades normativas concedidas a los organismos rectores de los mercados secundarios, más exiguas resultan aún sus potestades de supervisión y control. En efecto, dejando a un lado las competencias del Banco de España sobre el Mercado de Deuda en Anotaciones en Cuenta, es la CNMV el órgano al que se atribuye la supervisión de los mercados (sin perjuicio de las potestades del Ministerio de Economía y del Consejo de Ministros *ex* artículo 97.1.c, LMV)⁸⁴.

Es precisamente en este déficit en el que se cifra la mayor diferencia entre nuestros mercados y los anglosajones. Mientras estos últimos gozan de los poderes necesarios para sancionar directamente a sus miembros por aquellas conductas contrarias al buen funcionamiento del mercado, en nuestro país lo cierto es que, por más que el artículo 15.1 del Real Decreto 726/1989 (para las Bolsas), el artículo 13.1 (en relación con los mercados de futuros y opciones) y el artículo 73.1 (en relación

⁸⁰ SANCHEZ ANDRES, *op. cit.*, página 266.

⁸¹ FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *op. cit.*, página 142.

⁸² No obstante, el apartado 3 del mismo precepto permite a las asociaciones profesionales de las distintas clases de intermediarios elaborar reglamentos internos de conducta de sus miembros cuya aceptación por éstos les exime de la obligación de elaboración de un reglamento individual. Hasta la fecha destacan los reglamentos internos aprobados por la Asociación Española de Banca (AEB) y por la Asociación Española de Instituciones de

Inversión Colectiva (INVERCO). Véase al respecto TAPIA HERMIDA (1993), página 1023 y ss; SANCHEZ-CALERO GUILARTE (1994), página 244 y ss.

⁸³ FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *op. cit.*, página 147.

⁸⁴ Véase SALINAS ADELANTADO (*op. cit.*, página 748-749), para quien «entre la debilidad del SIB, y el poder de la SEC, la CNMV se enmarca claramente en este segundo modelo, ya que la Ley del Mercado de Valores le ha dotado de un gran poder de supervisión. El «autocontrol» por parte de los operadores es más bien escaso. Por ejemplo, las Sociedades Receptoras de los distintos mercados secundarios ejercen este papel, pero con una amplitud ciertamente limitada».

con el SCLV) establezcan la obligación general de los miembros de los correspondientes mercados, de cumplir las decisiones de las respectivas sociedades rectoras y del Servicio), la LMV configura las Sociedades Rectoras como entidades privadas desprovistas de las facultades coactivas públicas necesarias para vincular a quienes participan en el mercado. Así, es a la CNMV a quien se atribuyen las trascendentales medidas de suspender (artículo 33) o excluir (artículo 34) de la negociación de los valores cotizados así como del ejercicio de la potestad sancionadora general sobre el mercado (artículo 84), reduciéndose el papel de las sociedades rectoras a la mera incitación y proposición de dichas medidas y sanciones, contemplándose únicamente la facultad de aquéllas de interrumpir transitoriamente, por razones de urgencia y a expensas de ratificación por la CNMV, la contratación de uno o varios valores o instrumentos, o la actuación en el mercado de uno o varios de sus miembros, cuando ello resulte necesario para impedir la comisión de alguna infracción de normas de obligado cumplimiento, o para garantizar el ordenado desarrollo de la contratación (artículo 12.2 del RD 726/1989, artículo 11.2 RD 1814/1991 y artículo 54.2 del Reglamento AIAF). Es más, el propio artículo 99.b) tipifica como infracción muy grave la suspensión o exclusión por las sociedades rectoras de la negociación de algún valor.

En suma, las funciones de supervisión de las sociedades rectoras y del SCLV comparten una misma limitación: su naturaleza de sociedades anónimas de carácter de ente privado impide que su relación con los miembros de los respectivos mercados y, en el caso del SCLV, con las entidades adheridas pueda calificarse como de dependencia jerárquica administrativa y, por tanto, la fuerza de las disposiciones que dicten es meramente contractual. Si a ello sumamos el hecho de que ni las Sociedades Rectoras de las Bolsas ni el SCLV pueden acordar por sí mismas la expulsión de los miembros o entidades adheridas infractores, debiendo impetrarla de la CNMV (artículo 4 RD 726/1989, artículo 79.4 RD 116/1992), se colige sin dificultad la verdadera dimensión de las facultades conferidas a aquéllas.

5. Conclusiones: propuestas de reforma

De lo expuesto hasta ahora se concluye sin dificultad alguna que la LMV, siguiendo el modelo regulativo francés, dejó un espacio exiguo para que los mercados oficiales pudieran ordenar por sí mismos su actividad, atribuyendo las principales facultades de regulación a la CNMV⁸⁵. Nuestra doctrina ha mostrado su disconformidad con esta opción, pronunciándose en favor de conceder un mayor protagonismo a la autorregulación.

En particular, Salinas Adelantado ha defendido la necesidad de conferir a los organismos rectores de los diversos mercados secundarios la potestad de elaborar el reglamento de funcionamiento de los mismos, al objeto de permitir que éstos puedan adaptarse con mayor facilidad a los cambios que se produzcan a nivel comunitario e internacional. Habida cuenta de la naturaleza especial del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones en Cuenta, y de que, como dijimos *supra*, los organismos rectores de AIAF y de MEFF ya gozan de dicha potestad, la innovación quedaría limitada a otorgar a las Sociedades Rectoras de las Bolsas facultades de autonormación. De no ser así, las Bolsas quedarían, siguiendo el razonamiento de dicho autor, en desventaja competitiva frente a los otros mercados secundarios, que cuentan con mecanismos de adaptación normativa más flexibles. Por lo demás, sostiene aquél que la mejor forma de instrumentar dicha propuesta pasaría por seguir el modelo que para los mercados de futuros y opciones establecen los artículos 3 y 4 del Real Decreto 1814/1991, porque combinan el necesario control público de su contenido con la flexibilidad de su elaboración y modificación⁸⁶.

En la misma dirección, aunque haciendo gala de una fundamentación más completa, se pronuncia Castilla. Partiendo del rechazo absoluto a la concepción de la regulación como respuesta política ideal a una situación en la que los mercados producen un resultado imperfecto (lo que Demsetz ha denominado «la falacia del *nirvana* de la intervención pública de los mercados de valores⁸⁷), sos-

⁸⁵ CASTILLA, *op. cit.*, página 257.

⁸⁶ SALINAS ADELANTADO, *op. cit.*, página 771

⁸⁷ Véase DEMSETZ (1969).

tiene este autor que no basta con aducir que la regulación estatal es superior a la autorregulación de los mercados por la mayor neutralidad de los organismos públicos frente a los intereses en juego, sino que la filosofía de la nueva regulación debe basarse en la estimación de si la solución proporcionada por las fuerzas de mercado puede ser mejorada por la intervención estatal, lo que exige comparar cuidadosamente los costes que implica la regulación pública con los beneficios que se espera haya de reportar la misma. Dando un paso más, afirma rotundamente que «los mercados organizados de valores cuentan con incentivos adecuados para crear reglas de negociación que satisfagan los intereses de los inversores y de los demás participantes en estas instituciones» y que «puesto que los órganos gestores de los mercados de valores cuentan con mejor información que los órganos públicos respecto a cuáles son en cada momento las demandas de los inversores y el coste de las mismas, cabe pensar que la regulación establecida por los propios mercados tiende a ser superior a la regulación pública directa», señalando finalmente cómo tales ideas parecen abrirse paso paulatinamente entre los legisladores, como muestra la solución proporcionada en la Directiva de Servicios de Inversión a las cuestiones de la transparencia y la concentración⁸⁸.

Por todo ello, no puede sorprender la favorable acogida que ha hallado la nueva redacción que al artículo 43 de la LMV brinda la Ley 37/1998, de conformidad con el cual «a fin de procurar la transparencia del mercado, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el Banco de España o los organismos rectores de los mercados determinarán, dentro de los límites que reglamentariamente se establezcan, la información de carácter público que será obligatorio difundir de las operaciones de mercado» lo que abre las puertas a un modelo de regulación cooperativa entre las sociedades rectoras y la CNMV (en el que correspondería a ésta la supervisión de las normas de transparencia dictadas por aquéllas) más próximo al vigente en los Estados Unidos⁸⁹.

Por último, también en el campo de las normas de conducta parece que una cierta autorregulación bien pudiera aportar un espacio de normatividad más técnico y próximo a la realidad de los sujetos objeto de regulación, que contribuyese a reforzar la eficiencia y fiabilidad del mercado⁹⁰.

Referencias bibliográficas

- [1] ALVAREZ GARCIA, V. (1998): «La capacidad normativa de los sujetos privados», en *REDA*, número 99, páginas 343-367.
- [2] ARIÑO ORTIZ, G. «Modalidades de actuación administrativa en la vida económica», en *VVAA, Principios de Derecho Público Económico*.
- [3] ARIÑO ORTIZ, G. (2001): «CNMV: política y regulación», *Expansión*, 20 de noviembre.
- [4] ARIÑO ORTIZ, G. (dir) (2001), *Principios de Derecho Público Económico. Modelo de Estado, Gestión Pública, Regulación Económica*. Granada.
- [5] BAGGOT, R. (1989): «Regulatory Reform in Britain: The Changing Face of Self regulation», en *Public Administration*, número 67, página 438.
- [6] BALDWIN, R.; SCOTT, C. y HOOD, C. (1998): *A Reader in Regulation*, Oxford, página 2.
- [7] BENSTON, G.J. y KAUFMAN, G. (1988): *Risk and Solvency Regulations of Depository Institutions: Past Policies and Future Options*, Nueva York.
- [8] BENSTON, G.J. (1998): *Regulating Financial Markets: A Critique and Some Proposals*, Londres.
- [9] BLACK, J. (1996): «Constitutionalising Self-Regulation», en *Modern Law Review*, número 59, página 27.
- [10] BRIAULT, C. (1999): *The Rationale for a Single National Financial Services Regulator*, Londres.
- [11] CARBAJALES, M. (2002): «En torno a la nueva ley financiera», *Expansión*, 20 de abril, página 39.
- [12] CASTILLA, M. (2001): *Regulación y competencia en los mercados de valores*, Madrid, Ed. Civitas, página 106.

que ordenen del modo más eficiente la difusión de información interna, señalando que «en el eventual mecanismo de cooperación que se instrumente, las Bolsas podrían aprovechar su superior conocimiento técnico de las necesidades del mercado para establecer el nivel de revelación de información que más les convenga, recogiendo tales estándares en Circulares de la CNMV, dotadas de validez general y cuyo cumplimiento viene garantizado por las potestades sancionadoras de este órgano público».

⁹⁰FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *op. cit.*, página 148.

⁸⁸ CASTILLA, *op. cit.*, página 379-382.

⁸⁹ CASTILLA, *op. cit.*, página 272, defiende que el desarrollo reglamentario del artículo 43 Ley del Mercado de Valores haría bien en confiar el mayor terreno posible a los órganos rectores de las Bolsas, para

- [13] CRANSTON, R. (1979): *Regulating Business -Law and Consumer Agencies*, Londres.
- [14] CUENCA MIRANDA, J.M. (1997): «Cambio de nombre del Securities and Investments Board (SIB)», *RDBB*, número 68, páginas 1426-1427.
- [15] DE LA CUETARA MARTINEZ, J.M. (1995): «La regulación de las telecomunicaciones» en VVAA, *Principios de Derecho Público Económico*.
- [16] DE LA CUETARA MARTINEZ, J.M. (2000): «Equilibrios y problemas que Internet presenta en España», *REDETI*, volumen III, página 5.
- [17] DEMSETZ, H. (1969): «Information and Efficiency: Another Viewpoint», *Journal of Law and Economics*, número 12.
- [18] DOWD, K. (1996): «The Case for Financial Laissez-Faire», *Economic Journal*, número 106, páginas 679-687.
- [19] FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A. (2000): *Las normas de conducta en el derecho del mercado de valores*, Madrid, página 142.
- [20] FISHMAN, J. (1993): «A Comparison of Securities Law Violations in the UK and US», *Corporate Law*, número 14, página 163.
- [21] GARRIDO, J.M. (1990): «La regulación de los mercados financieros en Inglaterra», *RDBB*, número 39.
- [22] GAYLE, D.J. y GOODRICH, J.N.: *Privatization and Deregulation in Global perspective*, páginas 7 y ss.
- [23] GELLHORN, W. (1976): «The Abuse of Occupational Licensing and the Public Interest», *University of Chicago Law Review*, número 44, página 4.
- [24] GONZALEZ CASTILLA, F. (1999): «El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. y sus funciones normativas», *RDBB*, número 75, páginas 33 y ss.
- [25] GONZALEZ VARAS-IBAÑEZ, S.: *Los mercados de interés general: telecomunicaciones y postales, energéticos y de transportes*.
- [26] GOODHART, C. et al. (1998): *Financial Regulation - Why, How, and Where Now?*, Londres, página 69.
- [27] GREENSPAN (1996): «Remarks at the Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta».
- [28] HARDEN, I. y LEWIS, N. (1996): *The Noble Lie: The British Constitution and the Rule of Law*.
- [29] JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, número 3, páginas 305 y ss.
- [30] JIMENEZ-BLANCO, A. (1989): *Derecho Público del Mercado de Valores*, Madrid, página 164.
- [31] KAHAN, M. (1997): «Some Problems with Stock Exchange-based Securities Regulation», *Virginia Law Review*, número 83, páginas 1509 y ss.
- [32] LEWIS, N., «Corporatism and Accountability: The Democratic Dilemma», *Corporatism and Accountability: Organized Interests in British Public Life* (dir. CROUCH., C. y DORE, R.).
- [33] LLEWELLYN, D. (1999): «The Economic Rationale for Regulation», BREYER, S. *Regulation and its Reform*, Londres.
- [34] LOSS, L. (1995): *Fundamental of Securities Regulations*, Boston, páginas 634-648.
- [35] MAHONEY, P. (1997): «The Exchange as Regulator», *Virginia Law Review*, número 83, página 1462.
- [36] MARTIN RETORTILLO, S. (1991): *Derecho Administrativo Económico*, Madrid, volumen II, página 154.
- [37] MAURIZI, A. (1974): «Occupational Licensing and the Public Interest», *Journal of Political Economics*, número 82, página 399.
- [38] NONONO JENSEN, M. y MECKLING, W. (1992): «Specific and General Knowledge and Organizational Structure», *Contract Economics*, WERIN et al. (eds.) (citado por CASTILLA, M., op. cit., página 106, nota 204).
- [39] NONONO RIDER-HEW (1977): «The Regulation of Corporation and Securities Laws in Britain - The Beginning of the Real Debate», *Mal. L. Rev.*, páginas 144 y ss.
- [40] OGUS, A.: «Rethinking Self-Regulation», *Oxford Journal of Legal Studies*, número 15, página 97.
- [41] PAGE A. (1986): «Self-Regulation: The Constitutional Dimension», *Modern Law Review*, número 49.
- [42] PAGE, A. (1987): «Financial Services: The Self-regulatory Alternative?», VVAA, *Regulation and Public Law*, (dir. BALDWIN, R. y McCRUDDEN, C.) Londres, página 305.
- [43] POSNER, R. (1998): *Economic Analysis of Law*, Aspen.
- [44] ROMANO, R. (1998): «Empowering Investors: A Market Approach to securities Regulation», *Yale Law Journal*, número 107, página 2382.
- [45] SALINAS ADELANTADO, C. (1997), «Desregulación y neoregulación en el mercado de valores», *RDM*, número 224.
- [46] SANCHEZ ANDRES, A. (1999): «Nueva legislación del mercado de valores (observaciones preliminares al anteproyecto de 1985)», *RDBB*, número 73, página 68.
- [47] SANCHEZ ANDRES, A. (1989): «A modo de prontuario sobre una Reforma Polémica: la Ley 24/1988 del Mercado de Valores», *RDM*, número 192, página 277.
- [48] SANCHEZ-CALERO GUILARTE, M. (1994): «El reglamento interno de conducta de INVERCO para Sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC)», *RDBB*, número 53, páginas 244 y ss.
- [49] SCHMITTER, P.C. (1985): «Neo-Corporation and the State», *The Political Economy of Corporatism* (dir. GRANT, W.), páginas 32.

[50] SCHOTLAND (1980): «An Overview: New Myths and Old Realities», GOLDBERG-WHITE (dirs.), *The Deregulation of the Banks and Securities Industries*, Nueva York, páginas 24 y ss.

[51] SELIGMAN, J. (1983): «The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System», *Journal of Corporate Law*, número 9, páginas 18 y ss.

[52] SORIANO GARCIA, J.E. (1993): *Desregulación, privatización y Derecho administrativo*, Bolonia.

[53] STIGLER, G. (1975): *The Citizen and The State: Essays on Regulation*, Chicago.

[54] TAPIA HERMIDA, A. (1993): «El reglamento-tipo interno de conducta de la AEB en el ámbito del mercado de valores», *RDBB*, número 52, páginas 1023.

[55] UTTON, M.A. (1986): *The Economics of Regulating Industry*, Oxford.

[56] «The Gower report - A British SEC?», *International Financial Law Review*, agosto 1983, página 28.

[57] VV AA (1995): *Regulación y competencia en la economía española*, Madrid.