

MARIANO CARBAJALES

LA REGULACIÓN DEL MERCADO FINANCIERO

Hacia la autorregulación
del Mercado de Valores

Presentación de
D. Aldo Olcese Santonja
Presidente de la FET

FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS
MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES, S. A.
MADRID 2006 BARCELONA

ÍNDICE

	<u>Pág.</u>
PRESENTACIÓN	7
CAPÍTULO I. ¿POR QUÉ REGULAR EL MERCADO FINANCIERO?	11
I. Introducción.....	11
1. La protección contra los monopolios	13
2. La protección del consumidor (cliente o inversor)	14
A. La regulación prudencial.....	15
B. Regulación “conductista”	16
a) Negocios “mayoristas” y “minoristas”	16
C. La regulación sistemática.....	17
a) El carácter “esencial” del mercado financiero.	19
II. Necesidad de la regulación del mercado financiero	23
III. Los principios rectores del mercado financiero	31
1. El principio de transparencia	36
2. El sentido restringido de la transparencia en el mercado de valores.....	37
3. El principio de eficiencia.....	38
4. El principio de protección del público ahorrador.....	40
5. El principio de especialización financiera y pluralismo institucional.....	41

	<u>Pág.</u>
6. El principio de protección de la estabilidad de las entidades financieras	43
IV. El mercado de crédito	44
1. Los principios del mercado de crédito	46
A. La reforma del mercado de crédito.....	49
B. La confianza como base del mercado de crédito.	51
C. El deber de secreto bancario	52
D. El deber de asesorar lealmente al cliente.....	52
E. La interdicción de arbitrariedad en el otorgamiento del crédito y la obtención de garantías....	53
F. La protección del consumidor bancario.....	53
V. El mercado de valores	55
1. Los principios del mercado de valores	65
A. El deber de guardar secreto sobre las informaciones relacionadas con el mercado de valores....	66
B. Las “murallas chinas”	67
C. La prohibición de utilizar información privilegiada	68
D. La prohibición de manipular las cotizaciones.....	70
a) La Directiva de Abuso de Mercado	70
E. El deber de asesorar lealmente al cliente	73
VI. El mercado asegurador	75
VII. Derecho del mercado financiero y Derecho de la competencia	76
VIII. Derecho del mercado financiero y política económica	77
Algunas conclusiones.....	79
 CAPÍTULO II. LOS MODELOS BURSÁTILES.....	 85
I. Introducción.....	85
II. El modelo histórico de la Bolsa española.....	87
III. El “modelo” de Bolsa en la Ley del Mercado de Valores de 1988.....	90
IV. Acerca de la autonomía de la Bolsa	95
1. El “bloque” de competencias estatales	97

	<u>Pág.</u>
V. El modelo bursátil de la Directiva de servicios de inversión	104
VI. La regulación pública de las Bolsas. Descripción del régimen en los principales países.....	106
1. Reino Unido	106
A. La Directiva de servicios de inversión y el modelo de la Bolsa de Londres	108
B. Situación actual de las principales Bolsas del Reino Unido	110
<i>a)</i> London Stock Exchange	111
<i>b)</i> VIRT-X.....	111
<i>c)</i> JIWAY Ltd.	111
C. Los “nuevos mercados” ingleses.....	111
2. Alemania	111
A. Situación actual de las principales Bolsas de Alemania	113
B. Los “nuevos mercados” alemanes	113
3. Francia.....	114
A. Situación actual de la Bolsa francesa	116
B. Los “nuevos mercados” franceses	117
4. Italia.....	117
A. Situación actual de la Bolsa italiana	118
5. Suecia	119
A. Situación actual de la Bolsa de Estocolmo.....	120
6. Estados Unidos.....	120
A. Situación actual de las principales Bolsas de los Estados Unidos	123
<i>a)</i> New York Stock Exchange (NYSE).....	124
<i>b)</i> National Association Securities Dealers Quotation (NASDAQ).....	125
7. Canadá	125
A. Situación actual de la Bolsa de Toronto	126

	<u>Pág.</u>
8. Japón	126
A. Situación actual de las Bolsas japonesas	129
9. Australia	130
A. Situación actual de la Bolsa australiana	130
VII. ¿Hacia una Bolsa Europea..?	131
VIII. Las Bolsas Globales, Regionales y Diversificadas.	135
1. Los cambios en las Bolsas o mercados de valores	136
2. La Bolsa Global (BG).....	137
3. Las Bolsas Regionales (BR).....	141
4. Las Bolsas Diversificadas (BD).....	143
IX. La cuestión relativa al “holding” de bolsas españolas	144
Algunas conclusiones.....	148
CAPÍTULO III. ¿CÓMO REGULAR LOS MERCADOS FINAN- CIEROS?	151
I. Introducción.....	151
II. La estructura reguladora: diferentes aproximaciones.....	156
1. Regulación institucional.....	156
2. Regulación funcional.....	156
3. Regulación objetiva.....	157
4. Ventajas e inconvenientes de los distintos modelos de organización institucional de la supervisión de los intermediarios financieros.	158
A. Regulación institucional (según la institución, en- tidad o sector) y funcional (según actividad).....	159
B. Regulación objetiva	159
C. Regulador único.....	159
III. El problema de los conglomerados financieros. El caso “Enron”	160
1. La consolidación financiera	160
2. El informe “Ferguson” y el informe “Brouwer”	161
3. El caso “Enron”: ¿El fracaso de la autorregulación?... A. Las lecciones del caso “Enron”	162
a) Un sistema regulatorio de carácter político.....	169

	<u>Pág.</u>
<i>b)</i> La precisión normativa.....	170
<i>c)</i> La deficiencia de control	172
<i>d)</i> La falta de independencia y neutralidad del auditor financiero.....	172
<i>e)</i> ¿Supervisión única o diversificada?	175
4. La respuesta de la Unión Europea (UE).....	178
A. La Directiva sobre supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero.....	179
<i>a)</i> Supervisión prudencial adicional.....	180
<i>b)</i> Elementos de la supervisión prudencial adicional de los CF	180
<i>c)</i> Adecuación de capital	181
<i>d)</i> La supervisión adicional de la concentración de riesgos de los CF.....	182
<i>e)</i> La supervisión adicional de las operaciones intragrupo.....	183
<i>f)</i> Mecanismos de gestión de riesgos y control interno.....	183
B. La definición de los conglomerados financieros (CF) en la DCF.....	184
<i>a)</i> Las actividades “significativas o relevantes” ...	184
<i>b)</i> Empresas asociadas y extraterritoriales.....	187
C. La autoridad supervisora de los CF: el coordinador.....	188
<i>a)</i> Las funciones del coordinador.....	189
<i>b)</i> La cooperación y el intercambio de información	191
<i>c)</i> Modificación de las Directivas Sectoriales	191
D. La aplicación de la DCF en España	194
IV. ¿Hacia un regulador único del mercado financiero?	195
V. La regulación por objetivos como base de la regulación financiera.....	201
1. Estabilidad del sistema y protección del consumidor...	202
VI. El principio de cooperación entre reguladores	204

	<u>Pág.</u>
VII. ¿Hacia un nuevo sistema de regulación financiera?	210
1. Regulador sistémico.....	210
2. Regulador prudencial.....	213
3. Regulador conductista.....	214
4. Regulador “masivo”	214
5. La regulación de las Bolsas (<i>Exchanges</i>).....	215
6. La regulación de la competencia en las Bolsas de valores.....	216
VIII. Los entes reguladores en la Nueva Ley Financiera Española (NLF).....	217
Algunas conclusiones.....	221
CAPÍTULO IV. HACIA LA AUTORREGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES	223
I. La autorregulación y la regulación pública directa en el mercado de valores.....	223
1. El origen del intervencionismo público en los mercados de valores	225
2. La crisis de la regulación pública directa	228
3. La crítica moderna a la autorregulación de las Bolsas.	231
A. Una regulación por y para la competencia.....	233
II. El principio de transparencia y la regulación para la competencia en el mercado de valores.....	234
1. Concepto amplio y estricto del principio de transparencia	236
A. El sentido estricto de transparencia.....	237
B. La información precontractual	237
C. La información postcontractual.....	238
2. Concentración o desconcentración de mercados?.....	240
3. El principio de transparencia y la autorregulación	242
A. La parasitación (<i>free riding</i>).....	244
III. La autorregulación como solución al problema de la transparencia	246
1. La autorregulación del mercado de valores.....	246
2. La competencia entre regulaciones	248

	<u>Pág.</u>
3. El precio de la información.....	249
4. Los derechos de propiedad sobre la información.....	250
IV. La Transparencia en la Directiva de Servicios de Inversión.....	252
1. La desregulación de la Bolsa de Londres.....	253
2. Sistemas de contratación en otros mercados europeos y normas de transparencia.....	255
3. Mercados “organizados” <i>v.</i> Mercados “opacos”.....	256
4. La desregulación competitiva de los mercados continentales.....	257
5. El retorno a los mercados de origen.....	260
V. La DSI y la regulación para la competencia de los mercados de valores europeos.....	261
1. La nueva categoría de “mercados regulados” creado por la DSI.....	262
2. La desconcentración de la negociación en el mercado de valores.....	263
3. “Opting out”.....	265
VI. El régimen jurídico de la transparencia en la Directiva de Servicios de Inversión (DSI).....	266
1. La armonización de las normas sobre transparencia ...	268
2. La rigidez del mercado norteamericano <i>v.</i> la flexibilidad del mercado londinense.....	270
3. El acceso a los mercados regulados.....	271
4. Consecuencias de la regulación de los mercados regulados por la DSI.....	272
VII. La autorregulación en las Bolsas españolas.....	273
1. Regulación pública <i>vs.</i> autorregulación. El art. 43 de la LMV.....	274
2. La información relevante en la LMV.....	275
3. Operaciones vinculadas y participaciones significativas.....	277
4. La independencia de los analistas y los conflictos de intereses.....	279
5. La información privilegiada.....	280
6. La Ley de Transparencia.....	282
A. Los deberes de información y transparencia.....	283

	<u>Pág.</u>
B. El reglamento de la Junta General de Accionistas y del Consejo de Administración.....	284
C. Los deberes de los administradores	285
VIII. El modelo de la Bolsa española en la Nueva Ley Financiera (NLF)	286
1. La creación de “comisionados” (<i>watchdogs</i>).....	288
2. Las sociedades rectoras de Bolsas.	290
IX. Hacia un nuevo Derecho del mercado de valores. El Derecho bursátil.	295
Conclusiones Finales	301

PRESENTACIÓN

En el presente trabajo, que constituye una segunda parte de su tesis doctoral, Mariano CARBAJALES aborda primero la regulación del mercado financiero desde una perspectiva general para centrarse luego en una parte de este mercado, la de las bolsas o mercados de valores. La apuesta que Mariano CARBAJALES hace es original y audaz al mismo tiempo: la de la autorregulación del mercado de valores.

Después de explicar y justificar la necesidad de regular el mercado financiero desde sus mismos fundamentos, formulándose para ello las preguntas básicas que deben plantearse ante todo trabajo de investigación y que responden al por qué, al qué, quién y cómo, Mariano CARBAJALES formula una tesis que, como he dicho, es a un tiempo audaz y original, pues, a pesar de que actualmente se escucha hablar mucho de autorregulación, pocos han sido los que han desafiado la común opinión, ya arraigada entre los principales autores, sean catedráticos o profesionales del mundo jurídico, económico y financiero, particularmente en la última década, de que la autorregulación del mercado financiero ha mostrado ya su fracaso, especialmente a partir del caso Enron, el cual parece haber actuado como una auténtica "carta de defunción" de la autorregulación del mercado financiero.

Mariano CARBAJALES, con la precisión y meticulosidad que corresponde a una buena tarea de investigación, intenta en este trabajo rebatir esta opinión, volviendo a plantear sus verdaderos términos y su alcance y concluyendo que la autorregulación del mercado financiero, más concretamente, del mercado de valores, no sólo es posible, sino conveniente y necesaria. En esta tarea, el autor parece seguir la vieja y sabia enseñanza escolástica: nunca niegues, rara vez afirmes y siempre distingue.

En efecto, actualmente la opinión dominante parece haber olvidado tal enseñanza, pues ha optado por descartar casi en su totalidad la posibilidad de autorregulación del mercado financiero motivada, fundamentalmente, por ciertos escándalos corporativos que han ocurrido en el seno del gobierno de las grandes empresas cotizadas a nivel internacional, sin hacer un análisis profundo de sus causas ni de la autorregulación, de lo que éste concepto encierra y de sus justos límites. El riesgo de descuidar estos aspectos es desecharlo por completo, como parece haberse hecho por la mayoría de los autores. Por ello la tarea de Mariano CARBAJALES no sólo es audaz y original, sino que también lo es de total actualidad, lo que la reviste de un atractivo aún mayor.

El trabajo se estructura en cuatro capítulos: En el primero, el autor responde a la pregunta fundamental de por qué se debe regular el mercado financiero, enumerando y explicando cada uno de los principios fundamentales que rigen este mercado en general y el de cada uno de los sub-mercados que lo componen en particular (el mercado de crédito, el mercado de valores y el mercado de seguros) concluyendo que los principios de la buena fe y el deber de lealtad al cliente se encuentran más detallados y regulados en el caso de las entidades del mercado de valores que en el de las entidades de crédito y ello se explica por la naturaleza misma de aquel mercado. Mariano CARBAJALES coincide con la mayoría de la doctrina y la jurisprudencia en cuanto a que el sistema financiero es único y las actividades del mercado de crédito y de valores están intrínsecamente unidos. No obstante, destaca que sus principios parten de orientaciones distintas. A la luz de estas orientaciones, los principios de ambas actividades, si bien conexos entre sí, deben interpretarse con distintos criterios.

Otro aspecto importante de este capítulo, muy controvertido aún en la actualidad, es la conclusión a la que llega el autor al decir que: al menos en principio, parece conveniente que el control y la supervisión de las actividades de crédito y comercial y las de intermediación y asesoramiento financiero se mantengan separadas, aunque trabajando en una estrecha colaboración. Por ello, considera que debería desarrollarse más el principio administrativo de cooperación entre los distintos entes reguladores.

En el segundo capítulo, dedicado a los mercados bursátiles o de valores, después de una breve y descriptiva narración del funcionamiento de las principales bolsas, desde sus orígenes públicos hasta su actual configuración como instituciones privadas con una actividad de interés público, Mariano CARBAJALES plantea otro tema también de acuciante actualidad y aún no resuelto como es el de la configuración en "holdings" de las Bolsas o mercados de valores como un camino, casi sin retorno, para

mantener su competitividad y su eficacia sin dejar por ello de advertir, al mismo tiempo, de sus riesgos reales o potenciales.

Tras responder a las preguntas de qué y el por qué regular el mercado financiero, Mariano CARBAJALES, siguiendo el esquema inicial planteado en la obra, aborda el cómo regular tales mercados, es decir, el modo. En este intento, observa que los más recientes estudios y análisis sobre regulación de los mercados financieros procuran aprovechar los beneficios de los criterios hasta ahora tradicionalmente manejados (institucional y funcional) así como del tipo de regulación de los negocios (sistémico, prudencial o conductista) y en este camino parecen decantarse por el modelo de regulación por objetivos, por conjugar este modelo los distintos principios que rigen los diferentes tipos de negocios y el de unidad y concentración o integridad que rige el mercado financiero y el cual ha de traducirse en una supervisión unificada (sistémica o macroprudencial) de los mismos. Al mismo tiempo, nos advierte que todas estas distinciones, si no están bien implementadas, pueden carecer de efectos prácticos. A partir de aquí, considera que el modelo de cooperación adoptado por la Ley del Mercado de Valores española de 1988 (art. 88), entre un regulador del sector bancario, otro del mercado de valores y otro de seguros es, al menos por ahora, una buena solución.

Como hemos dicho al principio del presente prólogo, en el último capítulo, Mariano CARBAJALES apuesta decidida y fundamentadamente por la autorregulación del mercado de valores, no sin antes desarrollar y explicar qué ha de entenderse por autorregulación, cuáles son sus características esenciales y cuáles son sus alcances para evitar confusiones y el abuso de este concepto, como parece estar haciéndose en la actualidad, particularmente en lo que a la regulación del mercado financiero se refiere. En este sentido, realiza una constructiva crítica hacia la Ley del Mercado de Valores de 1988 en lo que a la regulación de las Bolsas se refiere, más concretamente, en la configuración de las llamadas Sociedades Rectoras del Mercado, lamentando que no haya completado una verdadera y auténtica autorregulación. Muy por el contrario, sostiene que esta ley ha incrementado la regulación y la intervención pública en muchos aspectos.

Pero quizá el aspecto más interesante del trabajo de Mariano CARBAJALES sea su apuesta final por el nacimiento de lo que ha denominado un "Nuevo Derecho Bursátil" o Derecho especial del mercado de valores, al que daría lugar las características particulares de este mercado, que son las que se han desarrollado a lo largo de todo el trabajo.

Por todo ello, estoy convencido de la utilidad y la actualidad de este trabajo que confío en que pueda verse correspondido por un ejercicio leal y responsable de esta autorregulación demandada por el autor y por par-

te de los agentes económicos de la sociedad. Éste será ahora el gran reto de esa nueva sociedad civil más autónoma y responsable en la que creemos.

Por último, quiero resaltar algunos rasgos de la personalidad del autor, que explican que haya decidido consagrar sus últimos años de estudio a los aspectos autorregulatorios. En efecto, Mariano CARBAJALES es un joven abogado especializado en los aspectos jurídicos y económicos del mercado financiero, que desde hace años ha desarrollado un profundo sentimiento liberal que le ha llevado a defender y participar en una nueva sociedad civil económico-financiera más comprometida con la libertad económica que recibe de gobiernos cada vez más abiertos a la desregulación y a la privatización económica, dando a los agentes privados la responsabilidad de gestionar esa nueva libertad con la eficiencia propia de los buenos capitalistas pero también, y muy especialmente, con la transparencia y la ética que necesariamente han de fundamentarse en una autorregulación responsable de las actividades económicas y financieras basadas en el autocontrol y la autocrítica.

La autorregulación de los mercados de valores ha dado paso a conceptos ligados al buen gobierno corporativo y a la transparencia informativa que configuran hoy el verdadero modus operandi de los mercados modernos, aunque con una adecuada y siempre necesaria dosis de normativa y regulación.

Mariano CARBAJALES ha abordado en este libro algunos conceptos novedosos y atrevidos vinculados a los mercados financieros que tanta importancia tienen y cuya función y correcto desenvolvimiento son básicos para el buen funcionamiento de cualquier economía desarrollada.

Aldo OLCESE
Presidente de la Fundación de Estudios Financieros