

GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES Y COOPERACIÓN INTERNACIONAL

Reflexiones en torno al Memorandum de Entendimiento de 8-VII-92
entre la Securities and Exchange Commission y la Comisión Nacional
del Mercado de Valores*

ALEJANDRO FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO

Abogado

Visiting Researcher (Harvard Law School)

LL.M. (New York University School of Law)

LL.M. (London School of Economics and Political Science)

FRANCISCO JAVIER ZAMORA CABOT

Profesor Titular de Derecho Internacional Privado

Decano de la Facultad de Ciencias Jurídicas y Económicas

Universidad Jaume I, Castellón

SUMARIO: I. Introducción.— II. El fenómeno de globalización de los mercados de valores. 1. Introducción: ¿Qué significa un mercado de valores global? 2. Causas de la internacionalización de los mercados. A) Privatizaciones. B) Liberalización y desregulación. C) Aumento de la capacidad de inversión. D) Implicaciones de las modernas teorías sobre finanzas. E) Financiación más asequible. F) Diversificación de la base accionarial. G) Progresos en la tecnología y la informatización. 3. *Crash* bursátil de octubre de 1987 y globalización de los mercados de valores.— III. Globalización y Derecho del mercado de valores: problemas y respuestas. 1. Punto de partida: la necesidad de un nuevo orden jurídico internacional en materia de regulación de los mercados de valores. 2. Análisis de algunos de los problemas más destacados. A) Automatización de los mercados. B) Volatilidad de los mercados: respuestas. C) Sistemas de compensación y liquidación. D) Niveles de recursos propios. E) Información. F) Ofertas públicas de adquisición (OPAs) multinacionales. G) Emisiones públicas multinacionales. H) Contabilidad. I) Conductas fraudulentas o

* *N. de la R.*: El documento al que se refiere este trabajo se publica en el presente número en la sección de «Documentos».

Queremos dejar constancia de nuestro agradecimiento a Eudald Canadell (Director, Div. de Análisis Económico, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid), así como a George Lavdas (Office of International Affairs, Securities and Exchange Commission, Washington D.C.) por su amabilidad y colaboración. También queremos agradecer a Sebastián Martín-Retortillo (Catedrático de Derecho Administrativo, UCM) y a Carlos Jiménez Piernas (Catedrático de Derecho Internacional Público, Alicante) sus comentarios y sugerencias a versiones anteriores de este trabajo, así como al Real Colegio Complutense en Harvard y a la Universidad Jaume I por las ayudas de investigación prestadas para la realización de este trabajo.

de carácter manipulador. J) Aplicación de las legislaciones vigentes. 3. Análisis de los modelos teóricos en torno al nuevo orden jurídico internacional. A) Liberalización: el problema del «arbitraje normativo». B) Armonización: el ejemplo de la Comunidad Europea. C) Colaboración internacional: sus diferentes manifestaciones. 4. Conclusiones.— IV. Hacia un modelo de colaboración internacional: los *Memoranda* de Entendimiento. 1. Introducción. 2. Las facultades de investigación de la SEC: alcance del International Securities Enforcement and Cooperación Act de 1988. 3. Acuerdos bilaterales: génesis y evolución de los *Memoranda* de Entendimiento. A) Introducción: la resolución de IOSCO de 1991. B) Naturaleza jurídica de los MOUs. C) Contenido básico. D) Tipología. 4. Conclusiones.— V. El Memorandum de Entendimiento CNMV-SEC. 1. Introducción. 2. Competencia de la CNMV para la formalización del MOU. 3. Estructura y principios generales. 4. Definiciones. 5. Consultas en materias de interés mutuo: establecimiento de un marco general. 6. Asistencia recíproca e intercambio de información. A) Principios generales. B) Ámbito. C) Solicitudes de asistencia: requisitos. D) Ejecución de solicitudes de asistencia. E) Usos permitidos de la información. F) Confidencialidad G) Consultas. H) Gastos. 7. Conclusiones.— VI. Conclusiones.

I INTRODUCCIÓN

El pasado 8 de julio de 1992, Luis Carlos Croissier y Richard Breedon, Presidentes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y de la Securities and Exchange Commission (SEC) de los EE.UU., respectivamente, firmaban en Quebec (Canadá) un Memorandum de Entendimiento (el MOU)¹ en virtud del cual se establece un marco general para la formulación de consultas sobre asuntos de mutuo interés e intercambio de información en materias propias de sus competencias. Se diseña con ello una estructura jurídica de colaboración a los efectos de lograr una mejor supervisión y aplicación de las respectivas legislaciones sobre mercados de valores.

En la nota de prensa que siguió a la firma del MOU² se destacaba el hecho de que el valor total de las operaciones realizadas por personas físicas o sociedades norteamericanas en valores españoles a lo largo de 1991 había crecido en aproximadamente 300 veces la cifra alcanzada en 1981. Asimismo, el valor de las operaciones realizadas por personas españolas en valores norteamericanos se había multiplicado por 150 veces a lo largo de idéntico periodo.

¹ El término inglés empleado es el de «Memorandum of Understanding», por lo que hemos de admitir que la traducción literal empleada en la versión española no nos satisface plenamente por ser poco jurídica y emplear términos poco usuales en nuestra lengua. En términos generales, pensamos que la versión española es «manifiestamente mejorable». No obstante, por tratarse de versiones doblemente auténticas y ser nuestro objetivo más jurídico que filológico, sólo haremos una llamada al lector allí donde entendamos que la versión española resulta ambigua o confusa.

² Puede encontrarse un extracto de la misma en *BNA Securities Regulation & Law Report*, vol. 24, 17.7.92, p. 1063.

El MOU ha propiciado las reflexiones que siguen acerca del proceso de globalización de los mercados de valores, que constituye una de sus manifestaciones estructurales recientes más importantes. Sin lugar a dudas, este fenómeno de globalización es a la vez origen y resultado de un amplio conjunto de alteraciones estructurales que están teniendo lugar en los mercados de capitales de todo el mundo. Otros factores importantes que están contribuyendo a propiciar estos cambios son: el fenómeno de integración de los servicios financieros³ y la institucionalización de los mercados.⁴ La confluencia de estas corrientes está dando lugar a una creciente interdependencia de los mercados internacionales, tal y como puso claramente de manifiesto el *crash* bursátil mundial de octubre de 1987.

Se trata, por tanto, de un fenómeno que está afectando a los principales mercados financieros del mundo. Ante este estado de cosas, es preciso preguntarse cuál debe ser la respuesta a un problema de esta naturaleza, a la vez tan complejo y diferenciado. De entrada, no cabe duda de que los problemas clásicos de eficiencia de los mercados y de confianza y protección al inversor deben contemplarse desde una perspectiva distinta.

En el presente estudio analizaremos los orígenes y algunas manifestaciones de este fenómeno de globalización, así como lo que entendemos constituye algunos de los problemas más destacados que éste plantea.

Más adelante apuntaremos algunas de las soluciones propuestas para afrontar este cúmulo de cuestiones, destacando las iniciativas adoptadas en el plano internacional. Muy especialmente, analizaremos cómo el llamado modelo de colaboración internacional constituye la fórmula más idónea a seguir, en tanto en cuanto no resulten más viables a corto plazo soluciones armonizadoras.

Asimismo, analizaremos el alcance de los MOUs como la manifestación más concreta y reciente del modelo de colaboración propuesto. Incidiremos, además, especialmente, en el análisis de la estructura y contenido del MOU suscrito entre la CNMV y la SEC, destacando lo que en nuestra opinión puede suscitar problemas desde el punto de vista del Derecho español.

Finalmente, concluiremos con un conjunto de reflexiones sobre las posibles consecuencias de la globalización para nuestros mercados de valores y la necesidad de que España participe de forma activa y creciente en este proceso de formación del Derecho internacional del mercado de valores.⁵

³ Este fenómeno se refiere a la desaparición de las tradicionales barreras existentes entre los negocios de banca, seguros e intermediación bursátil.

⁴ Se trata de la gradual desaparición del inversor individual de los mercados y su progresiva sustitución por inversores institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros, etc.) que canalizan el ahorro de miles de pequeños inversores.

⁵ A lo largo de este trabajo, nos referiremos al Derecho internacional de los mercados de valores como categoría específica y propia, reconociendo los problemas terminológicos y de delimitación sustantiva que este término plantea. Para una excelente aproximación al

II EL FENÓMENO DE LA GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

1. INTRODUCCIÓN: ¿QUÉ SIGNIFICA UN MERCADO DE VALORES GLOBAL?

Se viene manejando profusamente los términos de «internacionalización» y «globalización» cuando lo cierto es que no sólo distan de ser términos inequívocos,⁶ sino que, además, se utilizan con frecuencia de forma indistinta.⁷

En términos generales, se habla de internacionalización para reflejar todas aquellas tendencias que hacen que cuanto atiene a un mercado de capitales deje de ser estrictamente doméstico para verse condicionado, en cambio, por fenómenos que tienen lugar fuera de su propio ámbito geográfico. Por su parte, la globalización es una consecuencia o resultado del proceso de internacionalización; se refiere al hecho de que, habiéndose internacionalizado, los mercados y la contratación bursátil se desarrollan a escala mundial.

A partir de todo ello, resulta obligado, en el presente estudio, comenzar identificando factores concretos que permiten apuntar hacia la existencia de un mercado de valores internacional y, por consiguiente, determinar cuándo se dan las circunstancias idóneas para considerar que se tiende a una situación de globalización.

No siendo nuestro propósito dar una definición jurídica del significado de la internacionalización, sí que destacaremos que los teóricos de las finanzas parecen mostrar su acuerdo sobre la caracterización siguiente: existe internacionalización del mercado de activos financieros (v. gr., acciones, obligaciones y derivados) cuando, ostentando idénticos elementos de riesgo y rentabilidad, éstos tienen el mismo precio en diferentes países.⁸ En todo caso, si bien esta definición tiene la virtud de ser gráfica, resulta muy abstracta y difícilmente reconducible a parámetros concretos. Además, no nos indica cómo se manifiesta un mercado de capitales internacional, ni los factores que impiden dicha internacionalización.⁹

debate doctrinal sobre la creación de nuevas categorías sistemáticas en este campo, puede verse BERCOVITZ, A., «El Derecho del mercado de capitales», *RDBB* 29 (1988) pp. 67 y ss.

⁶ AUSTIN, «Regulatory principles and the internationalization of the securities markets», *Law & Contemp. Probl.*, 50 (1987) p. 228.

⁷ Vid., por ejemplo, PETERS & FELDMAN, «The changing structure of the securities markets and the securities industry: implications for international securities regulation», *Mich. Yb. Int'l. Legal Stud.*, vol. 9 (1988) pp. 19-21.

⁸ GULTEKIN y otros, «Capital controls and international capital market segmentation: the evidence from the Japanese and American stock markets», *J. Fin.*, vol. 44 (1989) p. 849; STULZ, «A model of international asset pricing», *J. Fin. Econ.*, vol. 9 (1981) p. 383.

⁹ VAN ZANDT, «The regulatory and institutional conditions for an international securities market», *Va. J. Int'l. L.*, vol. 32 (1991) pp. 47-50.

En una perspectiva jurídica, cabría identificar un mercado de valores internacional de la forma siguiente:

— Por un lado, y en la perspectiva del mercado primario, existirá un mercado internacional cuando no surjan obstáculos legales para que un emisor pueda financiarse acudiendo a inversores en cualquier parte del mundo. Con ello desaparecerían las diferencias existentes en la actualidad entre mercados domésticos,¹⁰ euromercados¹¹ y mercados extranjeros.¹² En definitiva, los emisores de todo el mundo deberían poder competir para captar el ahorro de potenciales inversores de todo el mundo, sin depender para ello de restricciones jurídico-fiscales, en función de las preferencias de los inversores, del riesgo y de la rentabilidad de los valores emitidos.¹³

— Por otra parte, y desde la óptica de los mercados secundarios, podremos hablar de un mercado internacional cuando la negociación se realice sobre la base de sistemas de contratación electrónicos plenamente informatizados, en mercados abiertos durante las 24 horas del día. Ello no significa una inmediata desaparición de los mercados como «plazas físicas», sino su progresiva interconexión.¹⁴

En definitiva, habrá un mercado de valores realmente internacional desde el momento en que se den las condiciones en virtud de las cuales tanto emisores como inversores no tengan incentivo alguno para limitar sus actividades a sus propios mercados nacionales. Por ello, cuando se puede hablar de internacionalización desde ambos puntos de vista, se habrán puesto los fundamentos para el nacimiento de un mercado global de valores.

2. CAUSAS DE LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS MERCADOS

En un reciente estudio de la SEC se apuntaba un hecho evidente: si bien la internacionalización de los mercados no es en modo alguno un fenómeno nuevo, el grado con el que los diferentes mercados mundiales están internacionalizándose alcanza proporciones sin precedente alguno en el pasado. A los efectos de comprender y poder analizar este fenómeno con mayor rigor, resulta necesario identificar los factores más destacados que han propiciado la consolidación

¹⁰ Se trata de emisiones realizadas exclusivamente en el país del emisor y destinadas a comercializarse a inversores de ese mismo país.

¹¹ Los llamados Euromercados exigen menores requisitos y formalidades para las emisiones; son mercados fundamentalmente carentes de toda regulación.

¹² Una emisión internacional conlleva la apelación pública al ahorro de los inversores de países distintos a los del emisor.

¹³ VAN ZANDT, cit., p. 51.

¹⁴ VAN ZANDT, cit., p. 52.

del mismo en los principales mercados de valores del mundo. En este sentido, pueden señalarse los factores siguientes:

A) Privatizaciones

Los procesos de privatización de empresas estatales que han acontecido en algunos países de Europa occidental (Reino Unido, Francia, España) han dado lugar a colocaciones masivas de títulos en los mercados internacionales, ya que los mercados domésticos eran muchas veces insuficientes para poder absorber en su integridad los mismos.¹⁵ Así, por ejemplo, las privatizaciones parciales de Repsol y Endesa en nuestro país se estructuraron sobre la base de colocaciones en los principales mercados de capitales del mundo.¹⁶ Por su parte, las privatizaciones de la década de los 80 en el Reino Unido dieron lugar a las mayores ofertas públicas internacionales jamás conocidas.¹⁷ Los procesos de privatización en Méjico¹⁸, Singapur, Malasia e incluso en Japón y los EE.UU. ponen, en fin, de manifiesto que no se trata únicamente de un fenómeno europeo o propio de países desarrollados, sino global.

B) Liberalización y desregulación

La última década ha conocido una drástica reducción o eliminación de diferentes barreras relacionadas con los controles de cambios y restricciones a la

¹⁵ No pretendemos abarcar aquí las diferentes y complejas implicaciones jurídicas que plantean los procesos de privatización. Unas veces, la privatización responderá a una concepción política subyacente de que el Estado es peor gestor que el sector privado. En otras, la privatización obedecerá a la necesidad de reducir el déficit público. Finalmente, en los procesos de privatización de Europa del Este, la privatización es una consecuencia lógica del paso de economías estatalizadas a una economía de mercado. Para una interesante aproximación jurídica a la empresa pública en España, así como al enfoque en Derecho comparado de la privatización del sector público, puede verse S. MARTÍN RETORTILLO, «Las Empresas Públicas: reflexiones del momento presente», *RAP*, vol. 126 (1991) p. 97. También tienen interés en relación con la privatización y desregulación los números monográficos de *Papeles de Economía Española*, «La empresa pública en España», num. 38 (1989) y *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, «Desregulación y privatización en las economías modernas», num. 1/1989 (1989).

¹⁶ El proceso de privatización en España puede volver a conocer nuevos bríos como consecuencia de la necesidad que tiene la Administración de reducir el déficit público. En este sentido, una próxima oferta pública internacional de acciones de Repsol, Argentaria, Endesa (10% del actual 67% del Estado) y Tabacalera (20% del actual 54% del Estado) podría reportar a las arcas públicas cerca de Ptas. 280.000 millones. *Vid. Financial Times*, «Disposals ease burden of deficit; Spain could raise up to \$2.8 bn through share issues» (21.1.93, p.14).

¹⁷ A título indicativo, la reciente privatización en 1991 de British Telecom alcanzó la impresionante cifra de Ptas. 1 billón (\$10 bn).

¹⁸ La privatización de Teléfonos de Méjico alcanzó la cifra de Ptas. 200.000 millones (\$2 bn).

libre circulación de capitales y establecimiento. Todo ello ha dado lugar a una mayor competencia entre los diferentes mercados, con el consiguiente aumento en la liquidez y reducción en los costes de transacción, propiciándose la globalización de los mercados.

C) Aumento de la capacidad de inversión

Este nuevo dato hunde sus raíces en la llamada institucionalización de los mercados, en virtud de la cual grandes instituciones (v. gr. fondos de pensiones, compañías de seguros, etc.) captan el ahorro de muchos pequeños inversores particulares. Los grandes inversores institucionales tienen una estrategia inversora global, por lo que sus inversiones apuntan no sólo a sus mercados domésticos o tradicionales sino también a los llamados mercados emergentes.

D) Implicaciones de las modernas teorías sobre finanzas

Las modernas teorías desarrolladas en el campo de las finanzas ponen de manifiesto la conveniencia de diversificar la gestión de carteras y ofrecen sofisticadas técnicas de arbitraje en los diferentes mercados para reducir riesgos. Así, por ejemplo, un inversor español puede comprar contratos de futuros y opciones sobre índices de las principales bolsas del mundo.¹⁹

E) Financiación más asequible

En la perspectiva de los emisores, el acceso a mercados internacionales trajo consigo nuevas posibilidades de financiación a menor coste, tanto mediante un incremento de los recursos propios (emisión de acciones) como mediante deuda (emisión de pagarés, bonos y obligaciones). Así, por ejemplo, estamos viendo cómo emisores españoles acuden a los mercados de capitales internacionales al objeto de aprovechar coyunturas en los tipos de interés más favorables que la del mercado español, abaratando con ello el coste de la financiación.²⁰

¹⁹ Vid. GRUNDFEST, «Internationalization of the world's securities markets: economic causes and regulatory consequences», *J. Fin. Serv. Res.*, vol. 4 (1990) p. 349. Existe amplio consenso respecto del hecho de que los fundamentos teóricos de las decisiones de inversión por parte de los inversores institucionales se basan en la «hipótesis del mercado eficiente», así como como en las nuevas teorías sobre gestión de carteras (*modern portfolio theory*). En este sentido, puede verse MALKIEL, *A random walk down Wall Street* (5.ª ed., 1990), pp. 210-211; LORIE & DODD & KIMPTON, *The Stock Market: theories and evidence*, (1985), p. 177. Para una perspectiva interesante de la incidencia de la globalización en los principios relativos a la gestión de carteras, puede verse CHORAFAS, *The globalization of money and securities: the new players, products and markets*, (1992), en cap. 7 («Portfolio management»).

²⁰ Es el caso de algunos grandes bancos españoles, que emiten acciones preferentes *preferred stock* mediante filiales off-shore fundamentalmente dirigidas al inversor norte-

F) Diversificación de la base accionarial

Por muy diferentes razones (marketing, defensa frente a tomas de participación hostiles, etc.), muchos emisores prefieren ampliar su base accionarial acudiendo a mercados internacionales, logrando con ello un perfil accionarial más diversificado.

G) Progresos en la tecnología y la informatización

Los continuos avances en las telecomunicaciones y la informatización están permitiendo la interconexión permanente y en tiempo real de mercados geográficos muy diferenciados.²¹ En algunos casos, las bolsas de valores de los diferentes países han llegado a interconectar electrónicamente sus sistemas de contratación, logrando con ello una total agilización de la contratación bursátil, así como de los sistemas de compensación y liquidación.²²

En definitiva, la anterior fragmentación existente entre los diferentes mercados de valores se está viendo progresivamente comprometida por la creciente internacionalización de los mismos. Con la aparición de grandes emisiones públicas de valores en varios mercados a la vez y la negociación de valores durante las 24 horas del día,²³ así como la progresiva interconexión de los sistemas de contratación, nos aproximamos cada vez más a la realidad de un mercado global.

americano; además de lograr una financiación en mejores términos, el Banco de España admite su computabilidad a los efectos del coeficiente de recursos propios.

²¹ Respecto de algunos de los problemas de orden práctico planteados por la automatización de los sistemas de contratación, puede verse GRAMM, «Automation of the financial markets: implications for clearance, settlement and payment procedures», en *Regulating International Financial Markets: issues and policies* (ed. F.R. Edwards-H.T. Patrick, 1992), pp. 199 y ss.

²² Es el caso del International Stock Exchange de Londres, que, habiendo alcanzado un acuerdo con NASD («National Association of Securities Dealers»), ha hecho posible la interconexión del SEAQ de Londres con NASDAQ conectándose además el sistema informático de Londres a uno de los principales sistemas de compensación y liquidación de valores en los EE.UU.: el «International Securities Clearing Corp. (ISCC)». Vid. COYNE, «International securities trading: the United States and Great Britain develop clearing and settlement procedures for a new age», *Cal. West. Intr'l. L. J.*, vol. 19 (1988) p. 129. Asimismo, NASDAQ y SESDAQ de la Bolsa de Singapur están interconectados desde 1988. Existen planes para interconectar las bolsas de los países de la CE; vid. *Financial Times*, «European Bourse reform: making sure SEAQ at the centre of cross-border share trading» (11.8.91). Para una buena introducción a los problemas y objetivos de la interconexión de las bolsas europeas, el fracaso del proyecto IDIS y las perspectivas del proyecto PIPE, puede verse IZQUIERDO, *Los mercados de valores en la CEE (Derecho comunitario y adaptación al Derecho español)*, (1992) cap. 3º.

²³ Para una interesante aproximación a los problemas prácticos planteados por la negociación de valores durante las 24 horas, puede verse EARLE & FRIED, «Twenty-four hour trading, clearance, and settlement: the role of Banks», en *Regulating International Financial Markets: issues and policies* (ed. F.R. Edwards-H.T. Patrick, 1992), p. 209 y ss.

3. CRASH BURSÁTIL DE OCTUBRE DE 1987 Y GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

El *crash* bursátil de octubre de 1987 constituye uno de los hechos más graves y trascendentales de los mercados de valores del mundo en los últimos años. Excedería con mucho del ámbito del presente estudio analizar las causas y consecuencias de dicho evento.²⁴ No obstante, un repaso superficial de los hechos, así como de las conclusiones alcanzadas en algunos de los estudios realizados al respecto,²⁵ permite confirmar con absoluta rotundidad que el proceso de internacionalización ha culminado ya en la globalización de los mercados. Así, un pormenorizado análisis de los movimientos del «Dow Jones Industrial Average» (DJIA) en la Bolsa de Nueva York, del índice «Nikkei 225» de la Bolsa de Tokio y del índice «FT-SE 100» de la Bolsa de Londres durante los días anteriores y posteriores al 19 y 20 de octubre de 1987 pone de manifiesto la correlación existente entre los mercados más importantes.²⁶ Incluso en los países que no presentaban síntomas económicos que se han asociado generalizadamente con este *crash* (v. gr., Alemania, Japón) las caídas de las bolsas fueron espectaculares. Con ello se puso de manifiesto la marcada interdependencia existente entre los principales mercados de valores del mundo.

III

GLOBALIZACIÓN Y DERECHO DEL MERCADO DE VALORES: PROBLEMAS Y RESPUESTAS

1. PUNTO DE PARTIDA: LA NECESIDAD DE UN NUEVO ORDEN JURÍDICO INTERNACIONAL EN MATERIA DE REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

La interdependencia existente entre los mercados de valores del mundo puesta de manifiesto por el *crash* de octubre de 1987 viene a mostrar, también, que las tendencias que propician la internacionalización de los mercados y su consiguiente globalización tienen un impacto evidente sobre su propia estructu-

²⁴ Como es lógico, la bibliografía al respecto es amplísima. A nuestro juicio, revisten especial interés los documentos siguientes: U.S. Securities and Exchange Commission, Division of Market Regulation, *The October 1987 Market Break Report* (1988) (en adelante Estudio SEC Crash); Presidential Task Force on Market Mechanisms (en adelante, Brady Report) (1988). Sobre este último documento, puede verse también HADDOCK, «An economic analysis of the Brady Report: public interest, special interest or rent extraction?», *Cornell L. Rev.*, vol. 74 (1989) p. 841; ROMANO, «The politics of the Brady Report», *Cornell L. Rev.*, vol. 74 (1989) p. 865.

²⁵ Securities and Exchange Commission, *Recommendations regarding the October 1987 Market Break* (3.2.88) (en adelante Recomendaciones SEC Crash).

²⁶ Estudio SEC Crash 1988, cit., pp. II-6 a II-7.

ra. Asimismo, este proceso ha tenido una marcada influencia sobre las estrategias inversoras y los objetivos de los operadores económicos que participan en el mercado. En definitiva, entendemos que la progresiva consolidación del mercado global de capitales, en donde se hace frente a mercados interdependientes con características comunes, viene a imponer a los legisladores la tarea de reevaluar los fundamentos y el contenido de su normativa sobre mercados de valores,²⁷ dando paso a la formación de un Derecho internacional del mercado de valores. Ahora bien, una de las lecciones importantes del *crash* es la de que este análisis debe realizarse con una perspectiva internacional, situando precisamente al mercado nacional en el nuevo contexto global en donde inevitablemente desarrolla sus actividades. Dentro de las Recomendaciones que elevó la SEC al Congreso norteamericano después del *crash*, se formulaban un conjunto de propuestas tendentes a solucionar algunos de los problemas que se manifestaron en su momento.²⁸ Algunas de estas recomendaciones tenían un alcance meramente interno. Otras, en cambio, revestían un carácter forzosamente internacional, por lo que cualquier iniciativa legislativa relativa a su diseño y ejecución exigían forzosamente el acuerdo con otros Estados.

De ahí, y por concluir, el que la globalización de los mercados traiga consigo la necesidad de establecer un nuevo orden jurídico internacional. Este orden jurídico deberá aportar necesariamente respuestas a los problemas creados por las nuevas estructuras derivadas de este proceso.

Llegados a este punto, y aunque parece existir práctica unanimidad entre los principales Gobiernos y organismos de supervisión del mundo respecto de la necesidad de coordinar medidas de forma a poder establecer progresivamente los fundamentos de este nuevo orden jurídico internacional,²⁹ resulta más difícil, por el contrario, precisar tanto las materias objeto del mismo, como el procedimiento o metodología a través del cual establecerlo. Así, por ejemplo, sobre las materias que requieren atención específica parece a primera vista difícilmente concebible que quepa un acuerdo entre todos los Estados respecto de la fijación de las áreas de su normativa sobre mercados de valores susceptibles de proyección internacional, así como de los principios en que tal normativa deba fundarse. No obstante, cabe ser optimistas respecto de esta posibilidad, por cuanto que entendemos que existe un denominador común en la comunidad in-

²⁷ PETERS & FELDMAN, cit., pp. 41-45; GOELZER & SULLIVAN & MLLS, «Securities regulation in the international marketplace: bilateral and multilateral agreements», *Mich. Yb. Int'l. Legal Stud.*, vol. 9 (1988) pp. 59-60.

²⁸ Recomendaciones SEC Crash, cit., *supra* nota 24.

²⁹ Así, por ejemplo, ésta fue una de las conclusiones del Brady Report, *supra* nota 24; del Banco de Inglaterra (*vid. Wall St.J.*, «Global bank rules to limit securities risks are urged», 2.2. 88., p. 43) y de la SEC (*vid. Discurso de D. RUDER, Presidente de la SEC, «The October Market Break: A stimulant to United States-Japanese cooperative securities regulation», Tokio, 18.2.88).*

ternacional respecto de los objetivos fundamentales perseguidos por toda normativa sobre ordenación de los mercados de valores. Ello se pone de manifiesto mediante un análisis comparado de algunos de los principales textos legales y documentos de los ordenamientos más relevantes a estos propósitos.

Partamos, por ejemplo, de un estudio sobre las obligaciones de información mínimas en la emisión de valores mobiliarios, donde el Comité sobre Mercados Financieros de la OCDE enunció los siguientes principios generales:³⁰

1. Protección al inversor
2. Confianza pública de los emisores de valores en la industria de servicios financieros.
3. Coordinación de los medios y de los métodos para lograr la suscripción de capital y la negociación de valores.

Por otra parte, en un documento programático sobre la regulación de los mercados internacionales de valores presentado en la reunión anual de la «International Organization of Securities Commissions» (IOSCO)³¹ de 1988 en Melbourne (Australia), la SEC propuso los siguientes objetivos hacia los cuales debía, en su opinión, tender todo mercado de valores internacional:³²

1. *Mercados presididos por usos justos («fair») y honrados*, logrados mediante la reglamentación de prácticas comerciales abusivas, prohibición de las conductas fraudulentas y un elevado nivel de colaboración internacional en la aplicación de la legislación vigente.

2. *Sistemas adecuados de diseminación de información («sound disclosure systems»)*, incluyendo principios contables; criterios de independencia para auditores; normas sobre registro de emisiones y folletos; y criterios de admisión a cotización que, proporcionando una protección adecuada al inversor, tengan asimismo en cuenta los costes y beneficios para los operadores del mercado.

3. *Estructuras eficientes*, con relación a la diseminación de la información en materia de cotizaciones, precios y volúmenes; *routing* y ejecución de órdenes; compensación y liquidación, así como un sistema adecuado relativo a los niveles de recursos propios exigibles a determinados operadores.

Finalmente, un análisis conjunto de las Directivas comunitarias sobre mercados de valores permite concluir que los bienes jurídicos tutelados son los siguientes:³³

³⁰ OECD Committee on Financial Markets, *OECD Minimum disclosure rules applicable to all Publicly offered securities* (1986).

³¹ Aunque las siglas españolas de esta organización serían OICV (Organización Internacional de Comisiones de Valores), se ha generalizado el uso de las siglas inglesas, por lo que emplearemos IOSCO a lo largo del presente trabajo.

³² United States Securities and Exchange Commission, *Policy statement on the regulation of international securities markets*, Doc. n° S 7/25/88 (1988) pp. 1-2.

³³ Ello se desprende del análisis del texto de la Directiva 79/279/CEE, de 5 de marzo de 1979, relativa a la coordinación de las condiciones para la admisión de valores a cotización oficial en una Bolsa de valores (DOCE L 66/21, 16.3.1979); de la Directiva 90/211/CEE,

1. *Protección al inversor*, mediante una información completa y veraz, así como mediante un tratamiento de igualdad que establezca un régimen jurídico equivalente en todos los Estados miembros y sanciones al tráfico de información privilegiada.

2. *Fomento del proceso de formación de capital*, mediante la consecución de un funcionamiento eficaz de los mercados secundarios y fomentando la confianza de los inversores (códigos de conducta).

3. Fomento de la interpenetración de los diferentes mercados nacionales al objeto de lograr *la creación de un único mercado europeo de capitales*.

En definitiva, se pone de manifiesto la existencia de unos objetivos comunes en las diferentes normativas sobre mercados de valores que constituyen el sustrato sobre el que edificar este nuevo orden jurídico internacional. Son estos objetivos comunes los que nos permitirán identificar algunos de los problemas concretos que precisan de un nuevo enfoque en este contexto. Asimismo, una vez enunciados algunos de los problemas que habrá de abordar este nuevo Derecho internacional del mercado de valores, debe observarse que la resolución de los problemas concretos que plantearemos más adelante puede llevarse a cabo sobre la base de muy diferentes metodologías cuya adopción depende de factores diversos tal y como analizaremos más adelante. Por todo ello, en las líneas que siguen nos proponemos apuntar los problemas más destacados a los que deberá hacer frente este orden jurídico internacional, así como los diferentes procedimientos o metodologías existentes que permiten afrontar una respuesta a los mismos.

de 23 de abril de 1990, modificando la Directiva 80/390/CEE, de 17 de marzo de 1980, en lo referente al reconocimiento mutuo de los folletos de oferta pública con arreglo al folleto para la admisión de valores a negociación oficial en una Bolsa de valores (DOCE L 112/24,3.5.90); de la Directiva 82/121/CEE, de 15 de febrero de 1982, relativa a las informaciones periódicas a publicar por las sociedades cuyas acciones han sido admitidas a cotización oficial en una Bolsa de valores (DOCE L 48/26,20.2.82); de la Directiva 88/627/CEE, de 12 de diciembre de 1988, relativas a las informaciones a publicar en caso de adquisición y enajenación de participaciones importantes de una sociedad admitida a cotización oficial en una Bolsa de valores (DOCE L 348/62,17.12.88); de la Directiva 89/298/CEE, de 17 de abril de 1989, relativa a la coordinación de las condiciones de redacción, control y difusión del folleto a publicar en caso de ofertas públicas de valores (DOCE L 124/8,5.5.89); y de la Directiva 89/252/CEE, de 13 de noviembre de 1989, relativa a la coordinación de los preceptos sobre las operaciones de los iniciados (DOCE L 334/30, 18.12.89).

En cuanto a la bibliografía al respecto, es obviamente extensísima. Hemos encontrado particularmente útiles los materiales siguientes: IZQUIERDO, cit.; HOPT & WYMEERSCH, *European Company and Financial Law* (1991) (en adelante HOPT & WYMEERSCH, *Company & Financial*); TAPIA HERMIDA & SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «La adaptación del Derecho español del mercado de valores al Derecho comunitario», *RDBB* 44 (1991) p. 967; WARREN, «Global harmonization of securities laws: the achievements of the European Communities», *Harv. Int'l. L. J.*, vol. 31 (1990) p. 185; WOOLDRIDGE, «Some recent Community legislation in the field of securities laws», *ELR*, vol. 10, (1985), p. 3; WOLFF, «Securities regulation in the European Community», *Denv. J. Int'l. L. Pol.*, vol. 20, (1991), p. 99.

2. ANÁLISIS DE ALGUNOS DE LOS PROBLEMAS MÁS DESTACADOS

Con carácter general, uno de los obstáculos más relevantes frente a la consecución de un mercado global es el basado en las grandes disparidades existentes entre los diferentes ordenamientos jurídicos del mundo en materia de ordenación de los mercados de valores.³⁴ No obstante, existen multitud de áreas concretas en las cuales resulta necesario un esfuerzo internacional conjunto, a los efectos de coordinar o armonizar el tratamiento jurídico que reciben en cada Estado. Si bien el análisis pormenorizado de todas y cada una de estas cuestiones excedería los objetivos del presente estudio, analizaremos en las líneas que siguen aquellas áreas que consideramos de mayor interés.³⁵

A) Automatización de los mercados

Los avances tecnológicos han alterado, de forma sustancial, la forma en que se negocian los valores en los mercados actuales. Con la informática, los ordenadores informan sobre las oscilaciones de precios en tiempo real, comunicándose de inmediato vía satélite alrededor del mundo. Asimismo, los sistemas electrónicos y la informática han permitido también la interconexión de algunos de los principales mercados de valores del mundo.³⁶ En este contexto, pueden plantearse los problemas siguientes:

- sistemas de contratación internacional;
- organismos competentes para supervisar y regular el mercado durante las 24 horas del día;
- oportunidad o no de creación de un organismo supranacional que regule y supervise los mercados.

Pensamos que los continuos avances tecnológicos contribuirán a facilitar y desarrollar el proceso de internacionalización de los mercados, auspiciando un mercado global.³⁷ Los esfuerzos de coordinación internacional son imprescindibles, en consecuencia, para abordar cuantos problemas se deriven de la creciente automatización de aquéllos. Tanto desde IOSCO como desde la OCDE deben impulsarse iniciativas en este sentido.

³⁴ WARREN, cit., p. 186, para quien «regulatory disharmony among states is perhaps the greatest obstacle to an integrated global market»; SELLMAN, «The internationalization of the securities markets: preface to a symposium», *Mich. Yb. Int'l. Legal Stud.*, vol. 9 (1988) pp. 1-6; VAN ZANDT, cit., p. 70.

³⁵ Si bien estos temas están presentes a lo largo de toda la bibliografía citada en este estudio, adoptaremos aquí el esquema seguido por RUDER, «Effective international supervision of global securities markets», *Hastings Int'l. & Comp. L. Rev.*, vol. 14 (1991) p. 317.

³⁶ LANGEVOORT, «Information technology and the structure of securities regulation», *Harv. L. Rev.*, vol. 98, p. 747; SOLOMON & CORSO, «The impact of technology on the trading of securities: the emerging global market and the implications for securities», *John Marshall L. Rev.*, vol. 24 (1991) p. 299.

³⁷ SOLOMON & CORSO, cit., pp. 335 y ss.

B) Volatilidad de los mercados: respuestas

Un aspecto importante a tener en cuenta en el actual mercado internacional automatizado es el del aumento del riesgo de volatilidad, definido como la magnitud de las oscilaciones de las cotizaciones de los valores negociados en el intervalo de un mismo día o en días sucesivos. El *crash* de octubre de 1987 puso de manifiesto cómo la conjunción de la automatización, junto con el uso de programas informáticos en la negociación de los mercados, puede dar lugar a una elevada volatilidad perjudicial para la confianza y estabilidad de los mercados. En este contexto, una previsión razonable exigiría una cierta colaboración internacional sobre, al menos, las cuestiones siguientes:

— coordinación de modificaciones al mercado de futuros sobre índices tendentes a aumentar la liquidez y establecer los mecanismos que reduzcan los efectos de la presión vendedora sobre las bolsas;

— coordinación de requisitos relativos a los depósitos previos o márgenes en los mercados de futuros y opciones para reducir la especulación, así como las condiciones que permitan suspender la negociación de valores en las bolsas en los casos de caídas bruscas del índice general («circuit breakers»);

— desarrollo de los intercambios de información entre los mercados de acciones, opciones y futuros.

C) Sistemas de compensación y liquidación

Un funcionamiento transparente y eficaz del mercado global de valores pasa por diseñar un sistema internacional de compensación y liquidación plenamente automatizado, basado en un sistema de anotaciones en cuenta.

Haciéndose eco del alcance de este problema, el Grupo de los Treinta publicó un trabajo en el que se formulaba un conjunto de propuestas para el desarrollo y mejora de los sistemas mundiales de compensación y liquidación y, particularmente, para maximizar su eficiencia y reducir riesgos y costes.³⁸ El citado documento llegaba a la conclusión de que los principios reguladores respecto de la compensación y liquidación de valores debían ser establecidos y supervisados en el plano nacional, en vez de a través de un sistema centralizado, sin perjuicio del establecimiento de un sistema de interconexión electrónica entre todos los diferentes sistemas. La relación de recomendaciones formulada recoge los elementos fundamentales para dotar a aquéllos de una mayor eficacia. Las más destacadas son las siguientes:

³⁸ GROUP OF THIRTY, *Clearance and settlement in the world's securities markets* (1989). Puede encontrarse una traducción de este documento en *Papeles de Economía Española*, suplementos sobre el Sistema Financiero, Informe del Grupo de los Treinta: sistemas de liquidación y compensación en los mercados mundiales de valores, num. 36 (1991) p. 77.

- centralización del depósito de valores;
- automatización del sistema de cuadro y comprobación;
- participación generalizada en el sistema, incluyendo a inversores institucionales;
- compensación por diferencias o multilateral («trade netting»);
- método de liquidación: entrega de títulos contra pago (ECP);
- liquidación con fecha «valor mismo día»;
- adopción de un sistema de liquidación continua;
- establecimiento de un sistema de préstamo de valores;
- sistemas de codificación standard de valores: numeración ISIN para emisiones de valores.

Una de las ventajas adicionales de este excelente informe es el de la identificación de las áreas más complejas que precisan de urgente atención. De este modo, por ejemplo, se plantea en primer lugar la creación de un servicio central de custodia de títulos («global custody»), así como la necesidad de sustituir la entrega física de títulos por anotaciones en cuenta.³⁹ Asimismo, resulta difícil determinar hasta qué punto es viable en todos los países establecer un sistema de liquidación el mismo día, y arbitrar los sistemas de fianza y préstamo de valores que doten al sistema de una mayor seguridad. En definitiva, y aunque quedan pendientes temas de importancia, tales como la compensación y liquidación en mercados derivados (futuros, opciones), se trata de un área importante que requiere un esfuerzo internacional de coordinación.⁴⁰ Por ello, pensamos que propuestas como las avanzadas por el Grupo de los Treinta son precisamente las que deben fomentarse, en tanto que contribuyen positivamente a ese esfuerzo.

D) Niveles de recursos propios

Una de las cuestiones que despertó mayor preocupación con «el día después» del *crash* de octubre de 1987 fue la falta de exigencias uniformes a nivel internacional sobre los niveles de recursos propios de los operadores en los

³⁹ Resulta interesante comparar esta propuesta con el sistema vigente en nuestro país, que gira en torno al Servicio de Compensación y Liquidación, así como del Registro Central y las Entidades adheridas al mismo. *Vid.* cap. II del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles (BOE num. 44, 20.2.92). Sobre el nuevo sistema español y los problemas que plantea, puede verse RAMÍREZ, «Servicio de compensación y liquidación: génesis de un proyecto ambicioso», en *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero*, num. 36 (1991) p. 17; MENDOZA, «El sistema de anotaciones en cuenta desde una perspectiva jurídica», en *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero*, num. 36 (1991) p. 46.

⁴⁰ Tres años después de este estudio, y sin negar sus méritos, existe cierto consenso en que los objetivos fijados en materia de liquidación (v.gr., D+1) fueron excesivamente optimistas, ya que subsisten aún hoy considerables dificultades. *Vid. Financial Times*, «Global Custody (Survey)», 9.12.92, p. II.

mercados de valores. Estas exigencias tienen como finalidad principal proteger a los inversores frente a los riesgos de posibles insolvencias de los operadores, reduciendo asimismo el riesgo sistémico que una posible insolvencia de esta naturaleza plantearía. En un sistema global, la viabilidad financiera de los operadores adquiere una preponderancia aún mayor.⁴¹

En septiembre de 1989, IOSCO adoptó un esquema general sobre los niveles de recursos propios exigibles a sociedades y agencias de valores que incorporaba los elementos siguientes:⁴²

- cada operador deberá tener unos activos suficientemente líquidos que le permitan hacer frente a sus obligaciones;
- las cotizaciones que se den respecto de valores deberán reflejar los valores de mercado (*mark-to-market*);
- las exigencias impuestas a los operadores deberán reflejar los riesgos contraídos a cada momento por los mismos.

Estos conceptos básicos están siendo actualmente objeto de estudio por un Comité Técnico de IOSCO, habiéndose presentado un nuevo documento de trabajo en la conferencia anual de 1990 en Santiago de Chile.

Como ha podido comprobarse recientemente en la última conferencia anual de IOSCO, celebrada en Londres en septiembre de 1992, el tema es muy polémico y los criterios de los diferentes países no siempre concuerdan.⁴³ Mientras la Comunidad Europea ha incorporado ya los criterios generales propuestos por IOSCO en la Propuesta de Directiva del Consejo sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito,⁴⁴ la SEC entiende que se trata de una propuesta insuficiente, mediante la cual no se garantiza el logro de los objetivos de solvencia perseguidos. En cualquier caso, se trata de una cuestión importante, que precisará de una colaboración internacional permanente, así como una flexibilidad recíproca hacia los intereses y preocupaciones legítimos de todos los países implicados. El acuerdo internacional alcanzado al respecto de los niveles de recursos propios para las entidades de crédito⁴⁵ nos con-

⁴¹ La preocupación internacional por la solvencia de los intermediarios en los mercados de valores y el riesgo sistémico de una quiebra para los mercados mundiales se ha incrementado recientemente como consecuencia del colapso del grupo Drexel Burnham Lambert. A este respecto, puede verse BREEDEN, «International securities markets in the 1990s», en Group of Thirty, *Clearance and settlement* (1991), p. 52.

⁴² *Capital standards for securities firms*, IOSCO Working part n.º 4 of the Technical Committee (XIV th IOSCO Annual Conference, Sept. 1989).

⁴³ *Financial Times*, «Breedon opposes IOSCO capital standard» (28.10.92); *Financial Times*, «SEC and regulators deadlocked over capital requirements» (30.10.92).

⁴⁴ COM (90), DOCE C 152/6, 21.6.92

⁴⁵ Es el caso del Informe del Comité de Basilea. Vid. Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices, *International convergence of capital measurement and capital standards* (julio, 1988) y Directiva 89/299/CEE, de 17 de abril de 1989, sobre recursos propios de las entidades de crédito (DOCE L 124/16).

duce, en fin, a un moderado optimismo sobre las posibilidades de acuerdo en esta materia en un futuro no muy lejano.

E) Información

El funcionamiento eficaz de los mercados de valores, como requisito básico del proceso de formación de capital, pasa por el establecimiento de un sistema general de suministro y difusión de información al mercado,⁴⁶ tanto con motivo de una emisión, como después de que acontezcan hechos relevantes, con la formulación de una OPA o, respecto de las sociedades admitidas a cotización oficial, con la información periódica relativa a sus estados financieros.

Por otro lado, el mercado de valores global exige que la información proporcionada a los registros de los organismos de supervisión en cada Estado pueda ser procesada y difundida con la mayor rapidez posible. Asimismo, será preciso arbitrar los mecanismos de interconexión a los efectos de posibilitar el acceso a esta información por inversores o analistas de todo el mundo. Pensamos que los constantes progresos en la tecnología de las comunicaciones y en la informática harán que todo ello pueda resultar posible en un futuro.⁴⁷

En definitiva, el Derecho internacional del mercado de valores debe coordinar no sólo la armonización de los principios sustantivos sobre las obligaciones de información, sino también los pasos que deben seguirse hacia el establecimiento e interconexión de los sistemas electrónicos, para que esa información pueda ser diseminada globalmente y en tiempo real.

F) Ofertas públicas de adquisición (OPAs) multinacionales

Con la internacionalización de los mercados de valores, se han planteado también problemas derivados de operaciones de adquisición y OPAs de carácter multinacional, entendiéndose por éstas las ofertas en las cuales la sociedad afectada tiene una presencia empresarial significativa en otros Estados, o bien un accionariado extranjero también significativo.

⁴⁶ Se trata de un principio fundamental sobre el que reposan gran parte de los fundamentos teóricos mismos del funcionamiento de un mercado de valores. Sobre la trascendencia del sistema de «disclosure» y la «hipótesis del mercado eficiente», existe abundante bibliografía que no podemos recoger aquí. En los EE.UU., uno de los «clásicos» sigue siendo el trabajo de GILSON & KRAAKMAN, «The mechanics of market efficiency», *Va. L. Rev.*, vol. 70 (1984) p. 549. Recientemente, y discutiendo sus fundamentos empíricos, puede verse LANGEVOORT, «Theories, assumptions and securities regulation: market efficiency revisited», *U. Penn. L. Rev.*, vol. 140, (1992), p. 851. Para una buena introducción al respecto en nuestro país, puede verse J. GARCÍA DE ENTERRÍA, «Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al securities law de los Estados Unidos», *RDM*, vol. 193-194 (1989) p. 653.

⁴⁷ *Vid. supra*, apartado A).

El tema se planteó recientemente en el polémico y controvertido asunto *Minorco*.⁴⁸ Se trataba de una OPA hostil formulada en septiembre de 1988 por una sociedad de nacionalidad luxemburguesa, si bien filial de un grupo sudafricano, Minorco, sobre una sociedad inglesa, Consolidated Gold Fields PLC. Si bien ambas compañías tenían importantes intereses en los EE.UU., sus acciones no cotizaban formalmente en ninguna bolsa de valores de aquel país. No obstante, existían ADRs («American Depositary Receipts») de Consolidated Gold Fields, representativos de acciones ordinarias de la sociedad en los EE.UU., negociados en mercados secundarios «over-the-counter» (OTC) y cotizados a través del sistema NASDAQ («National Association of Securities Dealers Automated Quotations»).

Si bien la OPA era sobre el capital social de una sociedad inglesa y había sido formulada en el Reino Unido, habiendo recibido las pertinentes autorizaciones administrativas en aquel país, Consolidated logró bloquear la oferta, convenciendo a los tribunales norteamericanos de que la misma infringía la normativa norteamericana sobre ofertas públicas, así como las reglas vigentes en materia de Derecho de la competencia.⁴⁹ En un fallo muy criticado,⁵⁰ los tribunales norteamericanos establecieron su competencia y jurisdicción sobre la oferta pública por entender que la misma tenía efectos manifiestos en los EE.UU., si bien había quedado probado que solamente 22 accionistas eran norteamericanos, poseyendo un porcentaje insignificante de acciones. Con este ejemplo se ponen de manifiesto los problemas de delimitación de competencias que pueden plantearse en el contexto de una OPA multinacional, como son los relativos a los organismos de supervisión competentes, el contenido del folleto o las publicaciones y anuncios necesarios.

G) Emisiones públicas multinacionales

Como apuntábamos anteriormente, la ola de privatizaciones en la década de los 80, así como la voluntad de los emisores de buscar nuevas fuentes de financiación y diversificar su base accionarial, han propiciado el desarrollo de emi-

⁴⁸ Consolidated Gold Fields PLC v. Minorco, S.A., 871 F.2d 252 (2d Cir.), cert. dismissed, 110 S.Ct. 29 (1989). Para bibliografía al respecto, puede consultarse COVEY, «Consolidated Gold Fields PLC v. Minorco, S.A.: the extraterritorial application of U.S. securities laws in international equities markets», *Fordham Int'l. L. J.*, vol. 14 (1990) p. 240; GOELZER-MILLS-GRESHAM-SULLIVAN, «The role of the U.S. Securities and Exchange Commission in Transnational Acquisitions», *Int'l. Lawyer*, vol. 22, (1988), p. 615. Desde otra perspectiva, BERMAN, «Consolidated Gold Fields PLC v. Minorco, S.A.: the growing extension of U.S. antitrust law», *Am. U. J. Int'l. L. & Pol'y*, vol.6,(1991),p.399.

⁴⁹ Ambas sociedades son grandes multinacionales mineras, con importantes intereses en yacimientos de oro, tanto en Sudáfrica como en el resto del mundo. Desde una perspectiva *antitrust*, se pensó, entre otras cosas, que esta concentración podría dar lugar a un dominio del mercado mundial en este mineral.

⁵⁰ COVEY, cit. *supra*; BERMAN, cit., *supra*.

siones públicas de valores en donde se hacían llamadas al ahorro de inversores en dos o más países.⁵¹

Desde un punto de vista jurídico, estas emisiones multinacionales plantean un conjunto de problemas complejos, que apuntaremos brevemente.⁵² De la solución de estos problemas depende en gran parte el futuro crecimiento de los mercados internacionales y la posibilidad de lograr una asignación más eficiente de recursos.

En primer lugar, existen problemas derivados de las exigencias de cada Estado en donde se proyecta colocar un tramo de la emisión relativas al folleto de emisión, su contenido, presentación y registro. Aunque en aquellos casos en los que la emisión se circunscribe a países de la Comunidad Europea el problema ha quedado grandemente simplificado,⁵³ subsisten considerables obstáculos cuando no es éste el caso.

En segundo lugar, se plantean un conjunto de dificultades derivadas de las particularidades propias de los ordenamientos jurídicos de cada país en relación al aseguramiento de la emisión, tanto en una perspectiva de Derecho privado como respecto a su tratamiento por el Derecho público del mercado de valores. En este sentido, los sistemas empleados por los bancos de negocios europeos en general, y especialmente británicos, difieren sustancialmente.⁵⁴

Tampoco son despreciables los problemas derivados del diferente tratamiento jurídico que reciben las actividades publicitarias previas a la verificación formal de la emisión por el correspondiente organismo de supervisión. En la medi-

⁵¹ Para una buena descripción de los aspectos financieros de las emisiones y colocaciones internacionales de acciones, puede consultarse ONTIVERO-BERGES-MANZANO-VALERO, *Mercados financieros internacionales* (2.ª ed., 1991), pp. 391 y ss.

⁵² Al respecto, pueden consultarse BOUGHTON, «Multinational securities offerings», *Brooklyn J. Int'l. L.*, vol. 16 (1988) p. 339; CUSHING, «Barriers to the international flow of capital: the facilitation of multinational offerings», *Vand. J. Transnat'l. L.*, vol. 20 (1987) p. 81; GIRA, «Toward a global capital market: the emergence of simultaneous multinational securities offerings», en *Contemporary issues in securities regulation* (ed. M. Steinberg, 1987), p. 185; WOLFRAM & BENNET, «Multinational offerings: a United States perspective after British Telecom, British Gas and British Airways», *Colum. Bus. L. Rev.*, (1987) p. 339.

⁵³ Ello se debe al principio de reconocimiento mutuo del folleto de emisión cuando este haya sido previamente verificado por la autoridad competente de uno de los Estados miembros recogido por el artículo 21 de la Directiva 89/298/CEE, de 17 de abril de 1989, relativa a la coordinación de las condiciones de redacción, control y difusión del folleto a publicar en caso de ofertas públicas de valores (DOCE L 124/8, 5.5.89). Al respecto, puede consultarse WARREN, «The Common Market prospectus», *CMLR*, vol. 26 (1989) p. 687.

⁵⁴ Mientras que en Europa el sistema tradicional había sido el de fijar un precio de acuerdo con el emisor y proceder a colocar posteriormente la emisión («fixed price offer method»), en los EE.UU. se está consolidando el procedimiento consistente en ir recibiendo ofertas de potenciales inversores y fijar el precio al final del proceso en función de la demanda existente («book-building method»). Vid., por ej., *The Economist*, «International equity: going by the book», n.º 7793, 9.1.93, p. 72.

da en que los anuncios relativos a una emisión e incluidos en prensa pueden «viajar» a otros países, la cuestión se complica adicionalmente.

Por otra parte, los diferentes regímenes jurídicos existentes en materia de responsabilidad civil derivados de la realización de manifestaciones inexactas o incompletas en el folleto de emisión constituyen también un obstáculo importante. Así, por ejemplo, siendo quizás el mercado mundial con mayor potencial para colocar emisiones de acciones, los EE.UU. generan, sin embargo, gran incertidumbre y retraimiento en los emisores europeos debido a sus severas disposiciones legales en materia de responsabilidad civil.

Finalmente, deben tenerse en cuenta determinadas prácticas llevadas a cabo por los aseguradores de la emisión tendentes a estabilizar el precio de salida de la misma, con la finalidad de evitar un «mercado gris» que perjudique tanto la colocación posterior como la imagen del emisor en el mercado. Mientras que en algunos países estas prácticas se consideran plenamente legítimas, en otros pueden llegar a ser consideradas como infracciones graves, por entender que constituyen maniobras para alterar fraudulentamente el precios de los valores ofrecidos y entorpecer el proceso de libre formación de precios.

Por concluir, la subsistencia de estos problemas viene a obstaculizar la consecución de un mercado realmente global para los emisores, por lo que la colaboración internacional resulta una vez más necesaria para abordar su resolución.

H) Contabilidad

Aunque no se trate de una cuestión propiamente jurídica, la contabilidad tiene unas indudables implicaciones para las cuestiones que están siendo aquí objeto de nuestro análisis. Las diferencias existentes entre los principios de contabilidad empleados, así como en los criterios de auditoría aplicables a emisores, sociedades cotizadas o con obligaciones de entregar información periódica al organismo de supervisión correspondiente, dificultan la comparación internacional de los estados financieros. Como consecuencia de ello, subsiste un obstáculo a la globalización de los mercados. Estos obstáculos están siendo progresivamente reducidos gracias a la labor de coordinación y aproximación de las leyes realizada en el seno de las asociaciones internacionales de contabilidad (IASB) y de auditoría de cuentas (IAAP).

I) Conductas fraudulentas o de carácter manipulador

Con la internacionalización de los mercados de valores, las oportunidades de infringir la normativa y eludir las sanciones aumentan considerablemente. Lograr unos mercados transparentes y veraces en donde impere el respeto de las reglas del juego por parte de emisores, inversores y operadores, debe constituir un objetivo primordial del Derecho internacional del mercado de valores.

Uno de los problemas existentes en este campo es el de la falta de homogeneidad existente en lo que respecta al reconocimiento y definición de las conductas fraudulentas, o consideradas de naturaleza manipuladora, por atentar contra los mecanismos de libre formación de precios o distorsionar la información ya existente. Se trata, en definitiva, de la conveniencia de generalizar un conjunto de principios dentro de las llamadas normas de conducta, en virtud de los cuales se recojan y tipifiquen unas obligaciones, así como infracciones sustantivas comunes.

En el ámbito del Derecho comunitario, esta labor constituyó una de las preocupaciones iniciales de la Comisión, plasmándose sus esfuerzos en este sentido en la Recomendación sobre un Código de Conducta Europeo relativo a las transacciones de valores mobiliarios.⁵⁵ Profundizando esta iniciativa, se aprobó finalmente la Directiva 89/252/CEE sobre operaciones de iniciados,⁵⁶ en la cual se establecen los principios para la coordinación de la normativa de los Estados miembros en materia de «insider trading».

En un plano internacional, IOSCO ha hecho de este tema otra de sus prioridades, plasmándose sus trabajos en el documento presentado en la reunión anual celebrada en Santiago de Chile (noviembre 1990) sobre códigos de conducta.⁵⁷

En definitiva, se hace necesaria una coordinación internacional para armonizar los principios sustantivos en materia de normas de conducta, así como para tipificar las conductas fraudulentas o de carácter manipulador que atenten contra los principios de protección al inversor y funcionamiento eficaz de los mercados de valores.

⁵⁵ Recomendación 77/534/CEE de la Comisión, de 25 de julio de 1977, sobre un Código de Conducta Europeo relativo a las transacciones de valores mobiliarios (DOCE L 212/36, 20.8.77). Al respecto, pueden consultarse IZQUIERDO, cit., pp. 54 y ss.; HOPT & WYMEERSCH, *Company and Financial*, cit., p. 157; LEMPEREUR, «Vers un Code Europeen de Bonne Conduite pour les transactions sur valeurs mobilières», *Rev. Banque*, num. 367 (1977) p. 367.

⁵⁶ Directiva 89/252/CEE, de 13 de noviembre de 1989, relativa a la coordinación de los preceptos sobre las operaciones de los iniciados (DOCE L 334/30, 18.12.89). La bibliografía es extensísima; pueden consultarse IZQUIERDO, cit., pp. 141 y ss.; HOPT & WYMEERSCH, *Company and Financial*, cit., p. 158; HOPT & WYMEERSCH, *European insider dealing* (1991) (en adelante HOPT & WYMEERSCH, *Insider*); DAVIES, «The European Community's Directive on insider trading: from company law to securities markets regulation?», *Ox J. Leg. Stud.*, vol. 11 (1991) p. 92; RAMSDELL, «The EEC Directive on Insider Trading: will there be a cure by 1992?», *Am. U. J. Int'l. L. & Pol'y*, vol. 6 (1991) p. 637; ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, «El régimen español sobre insider trading y la Propuesta de Directiva Comunitaria», en *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea-Estudios en Homenaje a José Gtrón Tena*, (1991), p. 1.253.

⁵⁷ IOSCO Working Party of the Technical Committee, *International Conduct of Business Principles*, (XVth Annual Conference, Nov. 1990).

J) Aplicación de las legislaciones vigentes

Junto a la necesidad de armonizar los principios sustantivos relativos a normas de conducta, el proceso de globalización creciente de los mercados y la voluntad de combatir eficazmente las conductas fraudulentas han hecho que una aplicación real de las legislaciones nacionales sobre mercados de valores resulte adicionalmente difícil. Estas dificultades provienen de una diversidad de factores entre los que cabe destacar los siguientes: falta de competencia jurisdiccional o legislativa; problemas procesales derivados de citaciones o emplazamientos a personas residentes en otros países; dificultades para la obtención de información y pruebas, etc.⁵⁸

Tanto la Administración norteamericana como la de los restantes países tienen un indudable interés en que sus legislaciones sean eficazmente aplicadas, a pesar de los problemas que plantea la globalización de los mercados en este aspecto. No cabe duda de que un proceso de generalización del fraude y de la manipulación en los mercados de valores acabarían minando gravemente la confianza de los inversores, perjudicándose con ello los procesos de formación de capital tan necesarios para el desarrollo de toda economía moderna. Por tanto, existe un afán creciente por arbitrar los mecanismos legislativos, judiciales y diplomáticos que resulten necesarios para que las infracciones a la legislación sobre mercados de valores no queden impunes cuando se cometen desde otros países.

En una fase inicial tanto la SEC como el Departamento de Justicia de los EE.UU. optaron por una política agresiva de aplicación extraterritorial de la legislación norteamericana sobre mercados de valores. El debate resultó especialmente controvertido en relación al tráfico de información privilegiada y otras figuras de manipulación de las reglas de ordenación del mercado, así como por la decidida voluntad de algunos países de tutelar el secreto de las operaciones bancarias (v.gr. Suiza) o de oponer legislación «de bloqueo» (*blocking laws*) (v.gr. Reino Unido, Francia).⁵⁹ Con posterioridad, se ha venido generali-

⁵⁸ Se trata de uno de los problemas clásicos que plantea la globalización de los mercados de valores. A este respecto, puede consultarse PHILLIPS & MILLER, «The internationalization of securities fraud enforcement in the 1990s», *Rev. Sec. & Comm. Reg.*, vol. 25 (1992) p. 119; MANN & MARI, «Developments in international securities law enforcement», en *PLI Securities Enforcement Institute* (1989); RUDER, cit., p. 329. Específicamente en relación con el «insider trading», puede verse MANN & LUSTGARTEN, «Internationalisation of insider trading enforcement. A guide to regulation and cooperation», en HOPT & WYMEERSCH, *Insider*, cit., pp. 339 y ss.; HIRSCH, «International enforcement and international assistance in insider trading cases», en HOPT & WYMEERSCH, *Insider*, cit., pp. 377 y ss..

⁵⁹ La bibliografía existente sobre estas cuestiones es extensísima, pero valga, ahora, citar a título indicativo NANDA & PANSIUS, *Litigation of international disputes in U.S. courts*, (1989), caps. 5-35 a 5-39; CORSO, «Section 10(b) and transnational securities fraud: a legislative proposal to establish a standard for extraterritorial subject-matter

zando el consenso de que los resultados que genera una política de colaboración internacional por la vía de los Tratados de Asistencia Mutua y MOUs entre organismos de supervisión son netamente superiores. No obstante, la sofisticación y complejidad con que se «diseñan» algunas infracciones, tales como el tráfico de información privilegiada en los mercados internacionales, siguen haciendo de este problema una cuestión especialmente compleja. Una vez más, la colaboración internacional es probablemente la única forma de poder combatir eficazmente estas situaciones.

3. ANÁLISIS DE LOS MODELOS TEÓRICOS EN TORNO AL NUEVO ORDEN JURÍDICO INTERNACIONAL

Existen diferentes procedimientos de aproximación a la consecución del nuevo Derecho internacional del mercado de valores. Todos ellos tienen el común objetivo de lograr la resolución total o parcial de los problemas anteriormente enunciados, estableciendo con ello las bases jurídicas por las que debe regirse un mercado global. En las líneas que siguen abordaremos los rasgos generales de los principales modelos teóricos existentes, analizando igualmente los resultados alcanzados con su aplicación. Los modelos examinados son los siguientes: liberalización, armonización y colaboración internacional.

A) Liberalización: el problema del «arbitraje normativo»

En términos generales, suele identificarse la expresión liberalización (*deregulation*) con la eliminación o desaparición de las barreras existentes en los diferentes mercados de valores, que se materializa mediante una flexibilización de la normativa reguladora de estos mercados.⁶⁰

Cabe distinguir dos principales manifestaciones de la llamada liberalización:⁶¹

- de acceso o establecimiento (*access deregulation*);
- de supervisión (*prudential deregulation*).

jurisdiction», *Geo. Wash. J. Int'l. L. & Econ.*, vol. 23 (1989) p. 573; FRANZ, «Offshore funds and 10b-5: an international law approach to extraterritorial jurisdiction under the Securities and Exchange Act of 1934», *Fordham Int'l. L. J.*, vol. 8 (1984) p. 396; HASELTINE, «International regulation of securities markets: interaction between United States and foreign laws», *Int'l. & Comp. L. Q.*, vol. 36 (1987) p. 307. Para un caso reciente, *vid.*, v.gr., *MCG Inc. v. Great Western Energy Corp.*, 896 F.2d 170 (5th Cir., 1990) comentado en *AJIL*, vol. 84 (1990) p. 755. Sobre las legislaciones «de bloqueo», *vid.*, por todos, COHEN-TANUGI, «Les juridictions américaines face aux lois étrangères interdisant les communications de renseignements économiques», *RCDIP* (1983) p. 213.

⁶⁰ IZQUIERDO, *cit.*, p. 188.

⁶¹ WARREN *cit.* p. 187

Por liberalización de acceso viene entendiéndose la remoción de barreras normativas, tales como las relativas al control de cambios o las referentes a los requisitos para poder ser intermediario en un determinado mercado, con lo que facilita grandemente la entrada en una industria de servicios como es la relativa al asesoramiento, información o intermediación en los mercados de valores. Así, por ejemplo, esta última década ha presenciado una ola liberalizadora sin precedentes en Europa, por lo que hemos asistido a importantes cambios y transformaciones jurídico-financieras en los mercados de países como el Reino Unido, Alemania, Francia y España. En este sentido, el «Big Bang» de la City londinense representa uno de los procesos de liberalización de acceso más conocido y estudiado por todos, tanto debido a la importancia de Londres como plaza financiera mundial, como por la profundidad de los cambios estructurales que trajo consigo este proceso en unos mercados con gran tradición.⁶²

Por otra parte, y sobre la base de criterios neoliberales de mayor permisividad,⁶³ la liberalización de supervisión se refiere a la relajación de la normativa relativa a los requisitos de información y protección de los mercados frente a conductas abusivas, falta de liquidez e incertidumbre.

Lo cierto es que un análisis de los principales mercados internacionales, así como de los recientes proyectos de organismos internacionales como IOSCO, permiten concluir que ambos procesos han seguido evoluciones bien distintas. Si decíamos antes que la liberalización de acceso había sido generalizada, la de supervisión, en cambio, ha brillado por su ausencia. En realidad, estamos asistiendo a un proceso de «re-regulación» en materia de supervisión, que pone de manifiesto la inquietud de los legisladores por desarrollar unos sistemas adecuados de protección al inversor, así como de lograr un funcionamiento eficiente de

⁶² La bibliografía sobre el «Big Bang» inglés es muy extensa. Dentro de los trabajos más conocidos y que revisten mayor interés están KERR, *Big Bang* (1986); GOWER, «Big Bang and City Regulation», *Mod. L. Rev.*, vol. 51 (1989) p. 1. Más recientemente, puede consultarse la excelente monografía de POSER, *International Securities Regulation* (1990).

⁶³ En relación con las obligaciones de información (*disclosure requirements*) son ya clásicas las críticas de STIGLER y BENSTON al sistema vigente en los EE.UU. Vid. STIGLER, «Public regulation of the securities markets», *J. Bus.*, vol. 37 (1964) p. 117; BENSTON, «The value of the SEC's accounting disclosure requirements», *Acct. Rev.*, vol. 44 (1969) p. 515. Asimismo, en lo que a normas de conducta respecta, es patente la influencia de la escuela de Chicago en aquellos planteamientos que proponen la despenalización (o levantamiento de la prohibición) del «insider trading» por entender que se trata de una conducta que, entre otras cosas, contribuye a incrementar la eficiencia informativa de los mercados de valores como presupuesto de su eficiencia asignativa. Vid., por ej., EASTERBROOK & FISCHER, *The economic structure of corporate law* (Cambridge, 1991), cap. 10 («Trading on inside information»), aunque la idea partió y fue inicialmente desarrollada por MANNE, *Insider trading and the stock market* (Nueva York, 1966), y «In defense of insider trading», *Harv. Bus. Rev.*, vol. 44 (1966) p. 113. En nuestro país, para un buen trabajo informativo sobre este debate, puede consultarse MARTÍNEZ FLÓREZ, «El status quaestionis sobre el insider trading en el Derecho federal de los Estados Unidos», *RDM*, vol. 202 (1991) p. 797.

los mercados, promoviendo con ello la confianza generalizada en los mismos.⁶⁴ Esta inquietud ha sido propiciada, además, por los abusos y excesos que proliferaron a la sombra de la gran actividad de los mercados de valores en la década de los 80. Finalmente, suscita siempre gran preocupación el hecho de que, con la finalidad de lograr una ventaja competitiva sobre otros mercados, el proceso de liberalización desembocó en una «nivelación por abajo» (*race to the bottom*), relajándose de tal forma los requisitos legales que se descuiden los objetivos básicos como la protección al inversor.

En definitiva, puede concluirse que la liberalización de acceso ha venido acompañada de una nueva regulación de supervisión. Ello ha desembocado en un fenómeno denominado, parafraseando terminología bursátil, como de «arbitraje normativo», en virtud del cual los operadores buscan radicar sus centros de operaciones en Estados con ordenamientos más tolerantes o liberales en materia de supervisión.⁶⁵ Esto puede resultar especialmente grave para determinadas plazas financieras, que interpretan este fenómeno como una pérdida de competitividad de sus mercados, comprobando cómo una legislación con niveles más exigentes, tanto normativos como de supervisión, puede acabar provocando un desplazamiento de la inversión a otros mercados. En unos momentos en que las principales plazas financieras y bolsas del mundo luchan denodadamente por preservar sus parcelas de negocio y su competitividad internacional, el problema del «arbitraje normativo» se plantea con absoluta vigencia.

En conclusión, podemos apreciar cómo detrás del proceso liberalizador existen muy diferentes manifestaciones y tensiones competitivas internacionales, que imposibilitan hacer de este fenómeno el único método para la consecución del nuevo orden jurídico internacional que reclaman los mercados de valores. Serán precisas además otras técnicas que pasamos a comentar.

B) Armonización: el ejemplo de la Comunidad Europea

La armonización normativa es un concepto estrechamente ligado a los de liberalización de acceso y re-regulación de supervisión antes analizados.⁶⁶ Mientras que la liberalización de acceso abre los mercados internacionales y la llamada re-regulación de supervisión vela por la protección de un correcto y trans-

⁶⁴ WARREN, cit., p. 188. Incluso, la propia «City», que se había caracterizado por un modelo liberal de «autorregulación en un marco normativo» (*self-regulation within a statutory framework*), está en proceso de replantearse este modelo; vid. *Financial Times*, «Rethinking City regulation» (4.11.92); *Financial Times*, «Re-regulating investment» (8.12.92). Con carácter general, puede verse GOODHART-KAY-MORTIMER-DUGUID, *Financial regulation or over-regulation* (1988).

⁶⁵ WARREN, cit., p. 188.

⁶⁶ Id., p. 190. Con carácter general, puede verse también KUBBARYCH, «International regulatory harmonization: the economic and financial environment», *Brooklyn J. Int'l. L.*, vol. 14 (1988) p. 839.

parente funcionamiento de los mismos, la armonización viene a completar el círculo, acercando los ordenamientos de los diferentes Estados y reduciendo con ello el problema del «arbitraje normativo». Asimismo, debe destacarse que la armonización es por sí misma uno de los motores del proceso de internacionalización, puesto que la progresiva convergencia, tanto de los ordenamientos jurídicos como de las prácticas de los principales mercados de valores, representa un requisito básico para la consecución de un mercado global.

En términos generales, caben dos aproximaciones distintas dentro del procedimiento de armonización:

- por comunidad o puesta en común;⁶⁷
- por reciprocidad o sobre la base de principios mínimos básicamente equivalentes.⁶⁸

Por una parte, la armonización basada en principios de comunidad postula el desarrollo de normas internacionales comunes o uniformes para todos los Estados, que cubran la generalidad del Derecho del mercado de valores. No cabe duda de que una legislación internacional uniforme presentaría notables ventajas, tanto para inversores, como para emisores, operadores y un funcionamiento más eficiente del mercado en general.

Por otra parte, la armonización entendida como reciprocidad significa que un Estado dará por buena la normativa sobre mercados de valores de otro Estado, siempre que el ordenamiento de éste recoja unos principios mínimos básicamente equivalentes con los del suyo propio. Debido a su mayor sencillez práctica y al hecho de que los Estados miembros no sólo tienen sistemas y tradiciones jurídicas muy distintas, sino también intereses frecuentemente contrapuestos, la reciprocidad está siendo el criterio básico que viene presidiendo las Directivas comunitarias sobre mercados de valores.⁶⁹

La armonización está avanzando en numerosos frentes. Con carácter bilateral, los EE.UU. y Canadá han suscrito un acuerdo para el reconocimiento recíproco de folletos de emisión de valores.⁷⁰ Con carácter internacional, revisten

⁶⁷ Dentro del sistema de fuentes del Derecho comunitario, se trataría de los Reglamentos.

⁶⁸ En este caso, y siguiendo en el sistema de fuentes del Derecho comunitario, estaríamos ante una Directiva.

⁶⁹ Se trata de un cambio de orientación radical en la Comunidad Europea, que había doptado inicialmente un criterio de armonización por comunidad. Como ya hemos puesto de manifiesto, este enfoque fracasó por la resistencia de los Estados miembros a renunciar a determinados rasgos de sus normativas propias y a los intereses contrapuestos. Por ello, las Directivas aprobadas en la segunda mitad de la década de los 80 recogen una orientación mucho más basada en la armonización por reciprocidad. *Vid.* JONES, «Putting 1992 in perspective», *Nw. J. Int'l. L. & Bus.*, vol. 9 (1989) pp. 469-470.

⁷⁰ Se trata del llamado «Multijurisdictional Disclosure System». Al respecto, puede verse BLOOMENTHAL & WOLFF, «The Multijurisdictional Disclosure System and other cross-border offerings», *Denv. J. Int'l L. & Pol.*, vol. 20 (1992) p. 551; DRUMMOND, «Securities law: internationalization of securities regulation Multijurisdictional Disclo-

especial importancia los trabajos que viene desarrollando IOSCO, que constituye hoy día no sólo un foro de discusión y encuentro de gran importancia para todos los diferentes organismos de supervisión del mundo, sino también como motor de diferentes proyectos de armonización⁷¹ y de coordinación con otros organismos supranacionales con responsabilidades en cuestiones relevantes para la ordenación internacional de los mercados de valores.⁷²

Ahora bien, puede decirse que la Comunidad Europea es, sin género de dudas, el organismo supranacional más activo en el campo de la regulación internacional de los mercados de valores.⁷³ Ha sido calificada por algunos autores como «el principal protagonista mundial a la hora de lograr la consecución de la armonización normativa en el campo de la regulación de los mercados de valores».⁷⁴ De esta forma, y hasta la fecha, puede decirse que la Comunidad Europea tiene el único sistema multinacional de regulación de los mercados de valores, demostrando con ello que puede lograrse una considerable armonización sustantiva en este campo. En conclusión, y a pesar de las iniciativas existentes por parte de otros países o de organismos internacionales apuntadas anteriormente, la Comunidad es hoy uno de los principales motores de la armonización global del Derecho internacional de los mercados de valores.

Fuera del ámbito de la Comunidad, no obstante, forzoso es reconocer que todavía resulta prematuro poder defender la armonización como criterio metodológico exclusivo en el camino hacia la consecución de un orden jurídico internacional en el campo del Derecho del mercado de valores. Las características propias de los mercados nacionales, sus tradiciones jurídicas diferenciadas y la frecuente existencia de intereses encontrados abonan esa idea. Ello no significa que deban minusvalorarse los esfuerzos de organismos internacionales, como el IOSCO y la Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV), que realizan una labor fundamental para lograr un progresivo acercamiento de las diferentes legislaciones nacionales. Por ello, aunque deba tenderse a un proceso de armonización, el camino que nos toca recorrer hoy es el de la colaboración internacional. Sobre esta base, y con la ayuda de un proceso generalizado de liberalización de acceso, podrá irse fraguando un acercamiento progresivo entre los organismos de supervisión de los diferentes Estados, en virtud del cual quepa

sure System for Canada and the U.S.», *Villanova L. Rev.*, vol. 36 (1991) p. 775; JORDAN, «Multijurisdictional Disclosure System», *Rev. Sec. & Comm. Reg.*, vol. 23 (1990) p. 55.

⁷¹ En relación a la información a proporcionar en los casos de emisiones y ofertas públicas de valores multinacionales, puede verse IOSCO, *Multinational offerings - A progress report for 1988 Annual Meeting* (Working Party n.º 1 of the Technical Committee) (XIIIth IOSCO Annual Conference, Nov. 16, 1988).

⁷² Es el caso de los contactos con el IASC («International Accounting Standards Committee») para armonizar normas y criterios de contabilidad.

⁷³ WOLFF, cit. p. 100

⁷⁴ WARREN, cit., p. 193.

establecer las bases prácticas y normativas para ese futuro proceso de armonización.

C) Colaboración internacional: sus diferentes manifestaciones

Como tuvimos ocasión de analizar anteriormente, una de las características puestas de manifiesto por el *crash* de octubre de 1987 fue la interdependencia existente entre los principales mercados de valores del mundo. Por ello, seguir proporcionando respuestas unilaterales a los problemas globales planteados no puede sino conducir a resultados parciales o imperfectos, lejos de aportar las soluciones que la estructura del nuevo mercado global exige. Se hace preciso, por ello, adoptar un nuevo enfoque basado en la colaboración internacional.⁷⁵ Como concluía la SEC en su estudio sobre el *crash* de octubre de 1987, «los legisladores de todo el mundo en materia de mercados de valores deberán ahora colaborar para asegurar la integridad de nuestros mercados...».⁷⁶ En esta línea, y desde un punto de vista metodológico, la colaboración internacional puede enfocarse en una doble perspectiva: bilateral y multilateral.⁷⁷

La perspectiva multilateral pasa no sólo por la formalización de tratados internacionales entre Estados soberanos o acuerdos de otra índole entre organismos de supervisión, sino también por potenciar los foros internacionales de discusión de los problemas específicos que plantea el moderno Derecho internacional del mercado de valores, algunos de los cuales fueron examinados anteriormente.

Los acuerdos multilaterales adoptarán generalmente las formas siguientes: (1) tratados internacionales que vinculen a los Estados firmantes después de su ratificación; (2) acuerdos internacionales entre varios organismos de supervisión de diferentes Estados; y (3) acuerdos entre los organismos rectores de las bolsas u otros mercados de valores (por ej., futuros, opciones), cuando éstos tengan potestad normativa y capacidad para concertarlos.

⁷⁵ Parece existir un acuerdo unánime al respecto. *Vid.*, en este sentido, PETERS & FELDMAN, cit. p. 45; VAN ZANDT, cit., pp. 70 y ss.; RUDER, cit., p. 318; GOELZER-SULLIVAN-MILLS, cit., p. 59; GRUNDFEST, «Internationalization and regulation of the world's securities markets», en *Regulating international financial markets: issues and possibilities* (ed. F.J. Edwards & H. Patrick, 1992), pp. 123-126 (en adelante GRUNDFEST, *Internationalization*); TRACHTMAN, «Recent initiatives in international financial regulation and goals of competitiveness, effectiveness, consistency and cooperation», *Nw. J. Int'l. L. & Bus.*, vol. 12 (1991) pp. 241-248.

⁷⁶ SEC Studio Crash, cit., pp. 11-21.

⁷⁷ Se trata, evidentemente, de una distinción algo simplificada. Para una perspectiva más amplia del problema, aunque sustancialmente idéntica, puede verse POURIAN, «International securities markets: integration, regulation, and methods for extraterritorial conflict resolution», en *Recent developments in international banking and finance* (ed. S. Khoury & A. Ghosh, 1988), vol. 2, destacando el papel de la diplomacia subterránea y de la llamada «colaboración hegemónica».

En cuanto a los organismos y foros internacionales, IOSCO realiza una importante labor de acercamiento, coordinación y análisis de los principales problemas entre sus miembros, por lo que pensamos que debe potenciarse la misma.⁷⁸ También la OCDE y la FIBV contribuyen a fomentar notablemente el clima de colaboración constructivo en el plano de la regulación de los mercados de valores.

Respecto de los acuerdos de carácter bilateral, han proliferado en mucha mayor medida, destacando las manifestaciones siguientes: (1) tratados de asistencia mutua entre dos Estados y (2) Memoranda de Entendimiento o entre organismos de supervisión. En el presente estudio centraremos nuestro análisis en los Memoranda de Entendimiento como manifestación concreta del modelo de colaboración internacional.

4. CONCLUSIONES

La globalización de los mercados de valores está poniendo de relieve la necesidad de reevaluar los fundamentos y contenido específico de los ordenamientos jurídicos internos para hacer frente a las nuevas realidades. Pero, simultáneamente, la interdependencia existente entre los diferentes mercados de todo el mundo viene a confirmar la dimensión internacional de muchos de los problemas planteados, y el hecho de que no bastan respuestas normativas internas. Por todo ello, el fenómeno de la globalización reclama un orden jurídico internacional, que hemos denominado Derecho internacional del mercado de valores.

A lo largo del presente capítulo, hemos esbozado algunas áreas que entendemos pueden constituir el objeto específico de este nuevo Derecho. No obstante, como puso de manifiesto el *crash* de octubre de 1987, determinadas características propias de los modernos mercados de valores, tales como la automatización, la institucionalización, la informática aplicada a la gestión de carteras (*program trading*), y la potenciación de los mercados de productos derivados (v.gr., futuros y opciones), han propiciado la aparición de problemas inéditos que precisarán de nuevas respuestas. Se trata, por tanto, de un Derecho en constante proceso de formación y desarrollo.

En cuanto a la metodología idónea para abordar la solución a los problemas planteados, hemos visto cómo no existen respuestas únicas. Así, por ejemplo, hemos visto que la liberalización es un fenómeno complejo que debe matizarse. Mientras la liberalización de acceso constituye un procedimiento indispensable

⁷⁸ Sobre el papel de IOSCO en el marco de la colaboración internacional, puede verse GUY, «Regulatory harmonization to achieve effective international competition», en *Regulating international financial markets: issues and policies* (ed. F.J. EDWARDS-H. PATRICK, 1992), p. 291.

para profundizar la globalización armónica de los mercados, las áreas correspondientes a la normativa sobre supervisión de conductas precisan de una metodología distinta.

Por otra parte, las particularidades propias de cada mercado, así como las respectivas tradiciones jurídicas, dificultan los procesos de armonización de la normativa aplicable, aunque pueda considerarse por algunos como el procedimiento idóneo en un plano teórico. La Comunidad Europea constituye, en este sentido, una importante excepción en el plano internacional.

Finalmente, la colaboración internacional entre los propios Estados o entre sus organismos de supervisión constituye un *modus operandi* que, si bien es menos ambicioso en cuanto a sus objetivos, presenta notables ventajas, entre las que debe destacarse una aproximación más pragmática a los problemas concretos planteados.

Provisionalmente, pues, puede concluirse que el desarrollo del Derecho internacional del mercado de valores surgido con la globalización de los mercados pasa por una aproximación a los problemas planteados desde la triple perspectiva de la liberalización la armonización y la colaboración internacional. Solamente un compromiso real de los diferentes Estados en abordar los problemas planteados, y la potenciación de las iniciativas en curso a través de foros internacionales como IOSCO, FIBV y la propia OCDE, pueden contribuir a que este incipiente Derecho internacional del mercados de valores vaya consolidándose.

IV

HACIA UN MODELO DE COLABORACIÓN INTERNACIONAL: LOS MEMORANDA DE ENTENDIMIENTO

1. INTRODUCCIÓN

Hasta hace pocos años, los MOUs constituían una verdadera excepción a la práctica inexistencia de una regulación internacional de los mercados de valores, en una situación caracterizada por respuestas unilaterales a problemas que revestían sin embargo carácter global. Ahora bien, dentro del modelo de colaboración internacional, la celebración de acuerdos bilaterales entre organismos nacionales de supervisión de diferentes países ha venido proliferando recientemente con gran intensidad. Ello puede explicarse por las razones siguientes.

En primer lugar, al margen del proceso de liberalización de acceso, ya generalizado, debe indicarse que la armonización es un fenómeno complejo y conlleva una génesis difícil. Así, por ejemplo, vemos cómo las diferentes propuestas elaboradas en el seno de IOSCO llevan no sólo mucho tiempo en prepararse, discutirse y aprobarse, sino que plantean además el problema adicional de que

no tienen fuerza vinculante para los organismos miembros. A ello debe añadirse que, una vez aprobadas las propuestas, corresponde al organismo de supervisión correspondiente instar en su propio país los cambios legislativos o reglamentarios necesarios, tarea ésta no siempre factible.

En segundo lugar, los acuerdos bilaterales se han convertido en una de las prioridades del programa internacional de la SEC,⁷⁹ lo que tratándose del organismo de supervisión más experimentado y organizado de cuantos existen, resulta especialmente significativo. Se busca, por un lado, evitar en esta materia el rechazo creado frente a cierto «imperialismo jurídico» de los EE.UU., que dio lugar tanto a la promulgación de legislaciones de «bloqueo» como, más específicamente, a la vigorosa tutela del secreto bancario⁸⁰ y, por otro, evitar críticas internas, basadas en el argumento de que la legislación se aplica con mayor severidad a los norteamericanos que a los extranjeros.

Finalmente, los MOUs constituyen un instrumento que presenta ciertas ventajas respecto de la formalización de un tratado bilateral, de entre las que cabe destacar:⁸¹

- mayor agilidad en su aprobación, puesto que no precisa de un procedimiento de aprobación formal por el poder legislativo;
- ámbito de aplicación más amplio, abarcando un mayor número de conductas que las que habitualmente recogen los tratados bilaterales;
- mayor flexibilidad para los organismos de supervisión al establecerse procedimientos concretos para problemas específicos relacionados con los mercados de valores;

⁷⁹ Vid. EISENBERG & CAYNE, «Insider trading, the internationalization of the securities markets and the SEC's enforcement program», *BNA Securities Regulation & Law Report*, num. 23, (1991), p. 1386.

⁸⁰ Vid. LOWENFELD, «Bank secrecy and insider trading: The Banca della Svizzera Italiana case», *Rev. Sec. Reg.*, vol. 15 (1982) p. 942; Nota, «Secrecy and blocking laws: a growing problem as the internationalization of the securities markets continues», *Vand. J. Transnat'l L.*, vol. 18 (1985) p. 809. En el célebre asunto «Marc Rich» (*SEC v. Banca della Svizzera Italiana*, 92 F.R.D. 111 S.D.N.Y., 1981; cf. *In re Marc Rich & Co.*, 707 F.2d 663, 2d Cir; cert.denied, 463 U.S. 1215, 1983), un Banco italiano formalmente requerido por la SEC para que suministrara determinada información sobre los titulares y movimientos de algunas cuentas, se vio ante un arduo dilema: si cumplía con las exigencias de la SEC, infringía el Derecho suizo sobre secreto bancario, y si no obedecía, infringía el Derecho norteamericano por negarse a colaborar con la SEC y encubrir un posible delito. Vid. también HOECHNER, «A Swiss perspective on conflicts of jurisdiction», *Law & Contemp. Probl.*, vol. 50 (1987) p. 277. En general, sobre las «obligaciones contradictorias», tiene interés el documento de la OCDE, *Minimizing conflicting requirements: approaches of moderation and restraint* (París, 1987).

⁸¹ Destacando estas ventajas, puede verse PITT-HARDISON-SHAPIRO, «Problems of enforcement in the multinational securities market», *U. Pa. J. Int'l. Bus. L.*, vol. 9 (1987) p. 375; GREENE-COHEN-MATLACK, «Problems of enforcement in the multinational securities market», *U. Pa. J. Int'l. Bus. L.*, vol. 9 (1987) p. 325; EISENBERG & CAYNE, cit., p. 127.

— fomento de relaciones bilaterales de colaboración entre los organismos de supervisión, contribuyendo con ello a unas comunicaciones más accesibles y a un mejor entendimiento de las diferencias existentes entre los ordenamientos jurídicos aplicables.

En las líneas que siguen nos proponemos describir someramente el proceso político y legislativo que condujo a la SEC a propiciar estos instrumentos, como iniciativa principal dentro de su objetivo de lograr una eficaz aplicación de las leyes norteamericanas en el contexto internacional. No se trata en modo alguno de una incursión casual en los problemas específicos de la SEC y la legislación de los EE.UU., sino que somos de la opinión de que se trata de un proceso trascendental para entender no sólo las iniciativas del IOSCO en este sentido, sino también para enmarcar en su oportuno contexto el MOU suscrito ente la CNMV y la SEC. Asimismo, analizaremos las iniciativas del IOSCO en este contexto, para finalizar examinando su naturaleza jurídica y contenido básico. Por último, concluiremos realizando una valoración de los resultados alcanzados hasta la fecha con los MOU, así como sobre la oportunidad de potenciar su uso y contenido.

2. LAS FACULTADES DE INVESTIGACIÓN DE LA SEC: ALCANCE DEL «INTERNATIONAL SECURITIES ENFORCEMENT COOPERATION ACT» DE 1988

Con la internacionalización de los mercados de valores, la SEC tuvo que hacer frente a los problemas derivados de las limitaciones de sus facultades de investigación, provenientes de las dificultades o imposibilidad de obtener información o preconstituir pruebas en otros Estados.

Tradicionalmente, uno de los pilares de sus facultades de investigación reside en el llamado «emplazamiento o requerimiento para investigación» (*investigative subpoena*),⁸² por el cual la SEC tiene la facultad de emplazar a cualquier persona residente en los EE.UU. siempre que tenga sobre la misma jurisdicción *in personam*, al efecto de que ésta facilite cualquier tipo de documentación o pruebas en relación a una investigación en curso. Se trata de un instrumento jurídico muy eficaz que la SEC utiliza con frecuencia en sus investigaciones.

Como es lógico, cuando las pruebas están en el extranjero, el problema se complica enormemente, y de forma especial cuando los demás Estados reaccionan contra lo que entienden como una clara conculcación de su soberanía, al pretenderse llevar a cabo en sus territorios, y al margen de su voluntad, actuaciones procesales como las antes citadas.

Por otra parte, aunque la Convención de la Haya sobre Obtención de Pruebas en el Extranjero en Materia Civil o Mercantil⁸³ pone de manifiesto una filosofía

⁸² Art. 21 (a) y (b) del Securities Exchange Act (1934); 15 U.S.C. § 78u(a) y 78u(b) (1988).

⁸³ Vid. Instrumento de Ratificación en BOE n.º 203, 25.8.87.

de colaboración internacional en su materia, tiene dos importantes limitaciones que afectan directamente a las labores investigadoras llevadas a cabo por organismos administrativos de supervisión de mercados de valores. En primer lugar, solamente puede invocarse su aplicación en relación a investigaciones prejudiciales (*discovery*) por organismos judiciales y no administrativos.⁸⁴ Además, un gran número de Estados firmantes, y España entre ellos, se han acogido a la reserva prevista en la propia Convención al efecto de negarse a dar curso a cartas rogatorias relativas a la obtención de documentos en relación a investigaciones prejudiciales.⁸⁵

Ante estas limitaciones jurídicas a sus facultades de investigación y la hostilidad de las autoridades y tribunales de otros Estados frente a lo que se percibía como pretensiones extraterritoriales abusivas, la SEC optó por adoptar un modelo cooperativo, buscando la colaboración de los organismos de supervisión de otros países. Para ello, llevó a cabo el conjunto de actuaciones siguientes:

— en primer lugar, buscó el apoyo del Congreso norteamericano a los efectos de lograr la aprobación de una ley que ampliara sus facultades de investigación en el ámbito internacional, y le permitiera colaborar con las posibles investigaciones que los organismos extranjeros suscitasen en los EE.UU.;

— en segundo lugar, inició una ronda de contactos con organismos de supervisión de otros países al objeto de proceder a la firma de acuerdos bilaterales relativos al intercambio de información y asistencia recíproca en sus áreas de competencia. Esta iniciativa ha dado lugar en la actualidad a la firma de más de veinte MOUs con diferentes organismos de supervisión de todo el mundo; y finalmente

— la SEC presionó para que IOSCO incluyera en su agenda de trabajo, como una de las prioridades, la aprobación de una resolución instando a sus miembros a concertar MOUs entre ellos sobre la base de un documento marco aprobado por dicho organismo.⁸⁶

En cuanto al primero de los aspectos mencionados, no corresponde aquí profundizar en los detalles normativos del «International Securities Enforcement Cooperation Act» (ISECA).⁸⁷ No obstante, su relevancia para el tema objeto de

⁸⁴ V.gr., arts. 1 y 2 de la Convención.

⁸⁵ Art. 23 de la Convención. A este respecto, puede verse COLLINS, «The Hague Evidence Convention and discovery: a serious misunderstanding?», *Int'l. & Comp. L. Q.*, vol. 35 (1986) p. 65. Para una perspectiva norteamericana, tienen interés los aspectos prácticos analizados en la reciente obra de BORN & WESTIN, *International Civil Litigation in U.S. Courts. Commentary and materials*, cap. 5 («Taking evidence abroad»), (Boston, 1992).

⁸⁶ *Vid. infra*, apartado IV, 3, A.

⁸⁷ S. 2544, 100th Cong., 2d Sess. (1988). Para una aproximación a esta ley norteamericana, pueden consultarse LEVINE & CALDICOTT, «The SEC and foreign policy: the International Securities Enforcement Act», *Sec. Reg. L. J.*, vol. 17 (1991) p. 115; JIMÉNEZ, «International Securities Enforcement Cooperation Act and Memoranda of Understanding», *Harvard Int'l. L. J.*, vol. 31 (1990) p. 295.

nuestro estudio es clara, por cuanto que marca un cambio de rumbo en la política norteamericana, enfrentada al imperativo de hacer valer su legislación en un mercado crecientemente global.

En el Título I de dicha Ley se establece la posibilidad de que la SEC, a petición de un organismo de supervisión extranjero, pueda proporcionar pruebas relativas a presuntas infracciones de las legislaciones extranjeras sobre mercados de valores, siempre que el organismo solicitante dispense a la SEC un trato de reciprocidad. Parece lógico pensar que este condicionamiento al principio de reciprocidad vaya a constituir un notable estímulo para los organismos de supervisión extranjeros, en el sentido de colaborar a su vez con la SEC, si pretenden beneficiarse de las ventajas contempladas por ISECA.

A los efectos de desarrollar este mandato legal, ISECA ha ampliado las facultades de la SEC para colaborar con organismos extranjeros, pudiendo incluso librar requerimientos o tomar declaraciones en los EE.UU. por cuenta de estos organismos, aun cuando no se hayan infringido las leyes de aquel país.⁸⁸ Asimismo, la SEC está ahora facultada para iniciar de oficio sus propias investigaciones en relación con presuntas infracciones de la legislación extranjera.⁸⁹

Por otro lado, y como es lógico, la SEC pasa a estar expresamente facultada para solicitar de los organismos de supervisión extranjeros la asistencia y colaboración necesarias a los efectos de investigar presuntas infracciones de la legislación de los EE.UU., fuera del ámbito de competencias de los tribunales norteamericanos.

Debe mencionarse también el dato de que una serie de disposiciones de dicha ley confieren a la SEC potestad sancionadora por infracciones de la legislación extranjera sobre mercados de valores por parte de profesionales norteamericanos involucrados en los mercados de valores, cuando se haya declarado dicha infracción por parte del organismo de supervisión extranjero.⁹⁰ Hasta entonces, las normas exigían que se hubiera cometido una infracción de las leyes norteamericanas.

En definitiva, ISECA representa un notable fortalecimiento de los poderes de investigación de la SEC en procedimientos sancionadores internacionales. El problema reside en que la maquinaria jurídica y administrativa diseñada por ISECA no se activa hasta que se han detectado posibles infracciones de la legislación. En ocasiones, la colaboración con los organismos de supervisión de

⁸⁸ Se añade un nuevo párrafo final al art. 21 (a) del Securities Exchange Act (1934) a estos efectos.

⁸⁹ A los efectos de evitar las «fishing expeditions», la norma exige que el organismo de supervisión extranjero plantee un requerimiento formal, indicando los hechos que constituyen una presunta infracción de su legislación interna, así como del tipo de investigación que considera necesaria.

⁹⁰ Se añade un nuevo párrafo al art. 15 (b) (4) (G) del Securities Exchange Act (1934) a estos efectos.

otros países constituye una auténtica condición previa de que estas infracciones o fraudes transnacionales puedan llegar a detectarse. Por tanto, la eficacia de esta legislación va a depender en gran medida de que puedan negociarse con éxito acuerdos bilaterales entre organismos de supervisión que tengan por objeto fundamental el intercambio de información y la colaboración en relación a posibles infracciones.⁹¹

A modo de resumen, hemos visto cómo las limitaciones jurídicas de las facultades de investigación de la SEC en el contexto del mercado global de valores y la reacción internacional frente a sus veleidades extraterritoriales propician el cambio de rumbo hacia el modelo de colaboración. Con el respaldo legislativo de ISECA, la SEC ha podido iniciar los contactos con organismos de supervisión de otros países con un respaldo normativo importante, lo cual le permite ofrecer condiciones similares a lo por ella pretendido.

3. ACUERDOS BILATERALES: GÉNESIS Y EVOLUCIÓN DE LOS MEMORANDA DE ENTENDIMIENTO

A) *Introducción: la resolución de IOSCO de 1991*

Desde hace tiempo, los organismos representados en IOSCO han venido constatando el impacto del fenómeno de internacionalización sobre la aplicación de la legislación relativa a los mercados de valores y la correspondiente necesidad de colaboración entre los diferentes organismos de supervisión. Por todo ello, en 1986, IOSCO adoptó una resolución exhortando a sus miembros a intercambiar recíprocamente información relativa a las funciones de supervisión de los mercados y lucha contra el fraude.

En esta línea, el Comité Técnico de IOSCO creó un Grupo de Trabajo específico (Grupo de Trabajo sobre Aplicación de Normas e Intercambio de Información), al objeto de canalizar las iniciativas multilaterales dirigidas a fomentar la colaboración internacional en el campo de los mercados de valores y de futuros. El citado Grupo de Trabajo estaba integrado por 14 delegaciones representativas de 10 países, representativas de organismos de diferentes países, de muy diversa configuración.⁹²

⁹¹ JIMÉNEZ, cit., p. 305.

⁹² Los integrantes eran: la «Securities Commission» de Australia; la «Securities Commission» del Estado de Ontario y la «Commission de Valcurs Mobilières» del Estado de Quebec (Canadá); la «Commission des Operations de Bourse» (COB) de Francia; la «Commissione Nazionale per le Società e la Borsa» (CONSOB) de Italia; la Oficina de Valores del Ministerio de Finanzas del Japón; la «Stichting Toezicht Effektenverkeer» de los Países Bajos; las Asociaciones de Banqueros Suizos y el Ministerio de Asuntos Exteriores de la Confederación Helvética; el «Department of Trade and Industry» (DTI) y el «Securities and Investment Board» (SIB) del Reino Unido; la «Securities and Exchange Commission» (SEC) y la «Commodities Futures Trading Commission» de los EE.UU.

En noviembre de 1990, el Grupo publicó un primer documento titulado «Informe relativo a los problemas planteados en la negociación y ejecución de los MOUs». Sobre esta base, los miembros de IOSCO pudieron deliberar y analizar la compleja problemática planteada en estas situaciones.

En marzo de 1991, el Grupo de Trabajo pudo profundizar las conclusiones preliminares hasta entonces alcanzadas y establecer un conjunto de 10 Principios que encierran los elementos necesarios de lo que se consideró el contenido óptimo de un MOU. Este esfuerzo se plasmó en el documento titulado «Principios sobre Memoranda de Entendimiento», presentado en septiembre de 1991.⁹³

Estos Principios fueron elaborados a modo de una guía para las autoridades de supervisión de los diferentes países, a la hora de redactar y negociar los MOUs que vayan a poder celebrarse en un futuro. Son un reflejo del consenso alcanzado entre los diferentes miembros de IOSCO respecto del contenido mínimo que deberían tener estos documentos, a los efectos de poder desarrollar unos instrumentos más eficaces en la lucha contra el fraude y demás abusos en los mercados de valores y de futuros. A pesar de las diferencias existentes, este consenso fue posible gracias a un acuerdo generalizado sobre la necesidad de una colaboración internacional en este campo, así como de preservar y mantener unos mercados seguros y transparentes.

Aunque los Principios establecen unos objetivos ambiciosos, el Grupo de Trabajo reconoce que, en ocasiones, las diferencias existentes entre los ordenamientos jurídicos y estructuras de mercado de los diferentes países dificultarán la inclusión de todos y cada uno de estos Principios en los MOUs que vayan a negociarse.⁹⁴ No obstante, no cabe duda de que se trata de un importante estímulo y punto de partida para seguir desarrollando en un futuro la colaboración internacional, en aras de una mayor protección y seguridad de los mercados de valores del mundo.

B) Naturaleza jurídica de los MOUs

En el Preámbulo al documento final se expone que «los MOUs son declaraciones de intenciones que no imponen obligaciones legales vinculantes para sus firmantes. Como tales, carecen de fuerza para desplazar a las leyes y reglamentos internos, y no afectan a otros posibles canales de colaboración que pudieran existir, tales como los Tratados de asistencia mutua en materia penal. Su importancia, por el contrario, reside en que facilitan el intercambio de información mediante una simplificación de las diferencias existentes entre organismos de supervisión, y proporcionan una respuesta a un contexto jurídico cambiante».⁹⁵

⁹³ IOSCO Working Party nº 4 of the Technical Committee, *Principles for Memoranda of Understanding* (XVIth IOSCO Annual Conference, Sept. 1991, Washington D.C.).

⁹⁴ *Id.*, Preámbulo.

⁹⁵ Nota: Traducción de los autores.

Por tanto, desde un punto de vista jurídico, debe diferenciarse claramente este MOU de un tratado. En efecto, un tratado es un acuerdo internacional, preferentemente celebrado por escrito entre Estados u otros sujetos de Derecho internacional y regido por dicho Derecho, cualquiera que sea la denominación que reciba.⁹⁶ Es, pues, irrelevante para el Derecho internacional tanto la forma (oral o escrita) como la propia denominación empleada para designar este acuerdo. Por tanto, en principio, debe mantenerse que la denominación de Memorándum de Entendimiento no constituye un obstáculo *per se* para que pudiéramos considerar este tipo de acuerdos como un Tratado internacional en toda regla.⁹⁷ De hecho, lo que realmente importa para el Derecho internacional es la intención de las partes de obligarse jurídicamente. Resulta evidente que esa intención brilla por su ausencia en la mayor parte de los MOUs firmados hasta la fecha. Ésta es asimismo la filosofía que inspira el MOU SEC-CNMV, puesto que ni es intención de las partes obligarse jurídicamente y su aplicación depende de la voluntad de cada parte, pudiendo cualquiera de ellas darlo unilateralmente por terminado mediante el correspondiente preaviso.⁹⁸ Es más, el MOU tampoco está sometido en su interpretación y ejecución al Derecho internacional, sino al ordenamiento de cada uno de los Estados firmantes.⁹⁹ Finalmente, estos MOUs se conciertan entre diferentes organismos nacionales, que no tienen capacidad de obligar a sus propios Estados en el plano internacional, salvo que se les atribuyan al efecto plenos poderes o plenipotencia, que no es el caso en el MOU analizado.¹⁰⁰

⁹⁶ Vid. arts. 2.1, a) y 3 de la Convención de Viena sobre Derecho de los Tratados, de 23 de mayo de 1969 (BOE de 13 de junio de 1980).

⁹⁷ Las implicaciones serían inmediatas por cuanto que, en nuestro país, el artículo 93 de la Constitución establece que «mediante ley orgánica se podrá autorizar la celebración de tratados por los que se atribuya a una organización o institución internacional el ejercicio de competencias derivadas de la Constitución. Corresponde a las Cortes Generales o al Gobierno, según los casos, la garantía del cumplimiento de estos tratados y de las resoluciones emanadas de los organismos internacionales o supranacionales titulares de la cesión». Asimismo, debe tenerse en cuenta que el artículo 94.1,c) de la propia Constitución establece que «la prestación del consentimiento del Estado para obligarse por medio de tratados o convenios requerirá la previa autorización de las Cortes Generales, en los siguientes casos:... c) Tratados o convenios que afecten... a los derechos y deberes fundamentales establecidos en el Título I». Sobre este particular, puede verse recientemente SÁNCHEZ RODRÍGUEZ, «El artículo 93 CE y el bloque de la constitucionalidad: algunos problemas», en *Estudios sobre la Constitución Española. Homenaje al Profesor Eduardo García de Enterría*, vol. I, Madrid 1991, pp. 219 y ss, y la bibliografía allí citada.

⁹⁸ MOU, Cláusula 3, sección 11.

⁹⁹ MOU, Cláusula 3, sección 11.

¹⁰⁰ Vid. arts. 2.1,a) y 3 de la Convención de Viena sobre Derecho de los Tratados, de 23 de mayo. Sobre acuerdos no jurídicos entre Estados y otros sujetos de Derecho Internacional, puede consultarse AUST, «The theory and practice of informal international instruments», *Int'l. & Comp. L. Q.*, vol.35 (1986) p. 787; LAUTERPACHT, «Gentleman's agreements», en *Internationales Recht und Wirtschaftsordnung. Festschrift für F.A.*

No obstante, aunque no sea éste el caso del MOU CNMV-SEC, nada impide que las partes firmantes quieran dotar al MOU de fuerza de obligar y, en este sentido, se han firmado algunos recientemente que recogen este criterio.¹⁰¹

C) Contenido básico

El documento final contiene una serie de 10 Principios que se consideran a la vez tanto el contenido básico como el idóneo de un MOU. Se trata, en definitiva, de establecer un marco legal básico por el que se rijan las conductas de la Autoridad Solicitante y Autoridad Solicitada.¹⁰² Por todo ello, pasaremos a exponer y comentar brevemente estos principios:

1. *Objeto.* Los MOUs deben recoger el principio fundamental de que las partes firmantes facilitarán ayuda y colaboración en labores investigadoras, con independencia de que la conducta objeto de la investigación constituya un delito o una infracción administrativa en base al ordenamiento jurídico del Estado de la Autoridad Solicitada. No obstante, se contempla la posibilidad de denegar la colaboración solicitada cuando el ordenamiento jurídico prohíba expresamente a la Autoridad Solicitada prestar la colaboración pedida, en aquellos casos en los que la conducta investigada no constituya delito o infracción administrativa en base al ordenamiento del Estado de la Autoridad Solicitada. Sin embargo, las notas explicativas del documento indican que, en aquellos supuestos en los que esto ocurra, la Autoridad Solicitada deberá considerar la posibilidad de elevar al Gobierno la recomendación de que se modifique la legislación en vigor, a los efectos de poder facilitar dicha colaboración.

2. *Confidencialidad.* Los MOUs deberán contemplar el principio de que la Autoridad que reciba información de otra Autoridad en respuesta a una petición concreta velará en todo momento por garantizar los máximos niveles de confidencialidad de la misma, que, como mínimo, deberán ser los que prevea el propio ordenamiento jurídico del Estado de la Autoridad Solicitante, respecto de la información adquirida en investigaciones de posibles infracciones de la legislación interna.

Mann, Munich 1977, pp. 381-398; VIRALLY, «La distinction entre textes internationaux ayant une portée juridique dans les relations mutuelles entre leurs auteurs et textes qui en sont depourvus», en *Rapport définitif, Annuaire de l'IDI*, vol. 60, num.1, pp. 328-357; WENGLER, «Efectos de los acuerdos no jurídicos entre Estados», en *Anuario de Derecho Internacional* (Univ. de Navarra), vol. III (1985), pp. 17-37.

¹⁰¹ Este es el caso de los MOUs firmados por la SEC con sus homólogos de Francia y los Países Bajos.

¹⁰² Se trata de los términos standard empleados, entendiéndose por Autoridad Solicitante (*Requesting Authority*) aquella que formula la petición de información o colaboración al amparo del MOU, y por Autoridad Solicitada (*Requested Authority*) aquella que recibe dicha petición. En nuestra opinión, hubiera sido más apropiado emplear los términos de «Organismo Requerido» y «Organismo Requiriente».

3. *Procedimientos de ejecución.* A continuación, el documento establece que los firmantes de un MOU de esta naturaleza deberán recoger, de una forma que resulte recíprocamente satisfactoria, los procedimientos a seguir para la realización y puesta en práctica de las solicitudes de información que se formulen. Estos procedimientos deberán ser coherentes con los requisitos u obstáculos legales aplicables a ambos organismos.

4. *Derechos de las personas objeto de una solicitud en base a un MOU.* Otro de los principios que recoge el citado documento consiste en establecer que el hecho de que una Autoridad lleve a cabo una investigación en base a una solicitud planteada en ejecución de un MOU en modo alguno alterará los derechos y prerrogativas reconocidos a los ciudadanos del Estado de la Autoridad Solicitada.

5. *Consultas.* Como expresión del principio de colaboración inherente a un MOU de esta naturaleza, el documento objeto de nuestra consideración recoge el principio en virtud del cual los organismos firmantes acuerden celebrar consultas sobre todas aquellas cuestiones que pudieran plantearse a lo largo de la vigencia del MOU. Asimismo, podrá contemplarse el principio de que los organismos firmantes celebren consultas frecuentes para discutir acerca de los acontecimientos o propuestas que pudieran afectar a los intereses del otro organismo, o los medios de que dispone para colaborar.

6. *Excepción de orden público.* Todo MOU deberá recoger el principio de que la Autoridad Solicitada se reserva el derecho a denegar la colaboración pedida en aquellos casos en los cuales prestar dicha colaboración resultaría contrario al orden público en su Estado. El concepto de orden público englobaría diferentes cuestiones tales como aquellas que pudieran afectar a la soberanía, la seguridad nacional u otros intereses esenciales.

7. *Tipos de colaboración.* Por otra parte, los MOUs deben recoger el principio de que los organismos firmantes han de adoptar todas las medidas razonables para asegurarse que pueden emplear con plenitud sus facultades y competencias para cumplimentar las peticiones de colaboración. Cuando la Autoridad Solicitada disponga de las facultades para ello, la colaboración prestada incluirá la obtención de documentos y testimonios o declaraciones de testigos, el acceso a los archivos y ficheros no públicos de la Autoridad Solicitada, llevar a cabo inspecciones de entidades ya reguladas.

8. *Usos permitidos.* Los MOUs deben especificar también cuándo y bajo qué circunstancias la Autoridad Solicitante está facultada para recibir la información solicitada en base a la aplicación de un MOU con otras autoridades u organismos nacionales para su uso en cuestiones relacionadas, incluyendo a tal efecto investigaciones o expedientes iniciados por otros organismos. Puesto que los componentes civil, penal y administrativo de las leyes sobre mercados de valores pueden llegar a ser aplicados por organismos muy diferentes, la Autoridad Solicitada debe tener gran flexibilidad a la hora de determinar los usos de la in-

formación que están permitidos, teniendo presente el objetivo de lograr la mayor aplicación y ejecución posibles de la normativa, a la vez que garantizando el respecto de los derechos fundamentales de las personas.

9. *Participación de la Autoridad Solicitante.* Los MOUs deben contemplar también la posibilidad de que, dentro del mayor respeto a las normas vigentes, se permita a la propia Autoridad Solicitante participar directamente en la ejecución de una solicitud de ayuda o colaboración. La participación de la Autoridad Solicitante puede resultar beneficiosa a los efectos de asegurar que los recursos se emplean de forma más eficaz, pero plantean serios problemas jurídicos de competencias y garantías.

10. *Reparto de los gastos.* Finalmente, los MOUs deben recoger el principio de que, bajo determinadas circunstancias y cuando se estime oportuno, la Autoridad Solicitada pueda pedir a la Autoridad Solicitante que participe en los gastos originados como consecuencia de haber atendido la solicitud de colaboración planteada por parte de la Autoridad Solicitante.

D) Tipología

El tenor general de los principios propuestos por IOSCO en el documento modelo y su carácter meramente orientativo hacen que los MOUs firmados en la actualidad difieran en cuanto a su contenido concreto, aunque su estructura general presente elementos comunes.¹⁰³ En las líneas que siguen analizaremos las características generales de algunos MOUs suscritos por la SEC, a los efectos de determinar si cabe establecer una tipología que nos permita encuadrar con mayor precisión el MOU entre la CNMV y la SEC.

En general, y como ya es sabido, los MOUs tienen por objeto la asistencia recíproca, con la finalidad de facilitar la realización de investigaciones e iniciación de procedimientos judiciales en aquellos casos en los que la información o la prueba esté radicada en el territorio de uno de los firmantes, y se precisa de dicha información o prueba al objeto de determinar si las leyes del Estado de la Autoridad solicitante han resultado conculcadas.

Para la elaboración de una tipología sobre estos MOUs, deberemos tomar en cuenta dos elementos fundamentales:¹⁰⁴

- ámbito de aplicación del MOU;
- eficacia jurídica del mismo.

Sobre la base de este doble criterio, hemos optado por realizar la clasificación siguiente:

¹⁰³ Tampoco puede olvidarse que muchos de estos MOUs se firmaron con anterioridad a la difusión del documento del IOSCO.

¹⁰⁴ KLOCK, «A comparative analysis of recent accords which facilitate transnational SEC investigations of insider trading», *Md. J. Int'l. L. & Trade*, vol.11 (1987) p. 243.

Tipo I. Hay MOUs que se limitan a establecer un principio general de colaboración entre los respectivos organismos de supervisión en relación a solicitudes sobre investigación y vigilancia que pudieran formularse caso por caso. Su eficacia jurídica se circunscribe a una mera declaración de intenciones.¹⁰⁵

Tipo II. Existe otro tipo de MOUs en los cuales, sin que quepa hablar de un mayor detalle en cuanto a su ámbito específico, se recogen con mucha mayor precisión los mecanismos procesales relativos a las solicitudes de información o, respecto de investigaciones concretas, incluyendo generalmente cuestiones de orden penal. De nuevo, su eficacia jurídica se circunscribe a la de una mera declaración de intenciones.¹⁰⁶

Tipo III. Esta tercera generación de MOUs se caracteriza fundamentalmente por la gran amplitud de cuestiones englobadas en su ámbito de aplicación. Generalmente, vienen a cubrir no sólo infracciones relativas al tráfico de información privilegiada, sino también consultas relativas a otras conductas de carácter manipulador, y derivadas de inexactitudes y carencias con motivo de emisiones de valores o cualquier otra declaración oficial. Asimismo, se acuerda proporcionar a la otra parte no sólo información de la que ya se dispone, sino que, además, se establece un compromiso de obtener información adicional que pudiera lograrse mediante la colaboración voluntaria de terceras personas. Finalmente, para evitar posibles abusos en relación con las solicitudes de información, estos MOUs suelen especificar los límites o requisitos que deberán reunir dichas solicitudes. Su naturaleza jurídica es de nuevo reconducible a una mera declaración de intenciones.¹⁰⁷

Tipo IV. Finalmente, esta última generación de MOUs se diferencia de los anteriores no tanto por un ámbito de aplicación todavía mayor, sino por la posibilidad de lograr declaraciones y pruebas por parte de personas residentes en el Estado de la Autoridad Solicitada.¹⁰⁸ Asimismo, otra de sus peculiaridades importantes es la de que constituyen acuerdos con fuerza de obligar en Derecho internacional.¹⁰⁹

¹⁰⁵ Es el caso del MOU suscrito entre la SEC y la Oficina de Valores del Ministerio de Finanzas del Japón (23.5.86).

¹⁰⁶ Es el caso del MOU suscrito entre los EE.UU. y Suiza (10.11.87) en *I. L. M.*, vol. 27 (1987) p. 481, así como entre la SEC y los organismos de supervisión de Turquía y la CONSOB italiana.

¹⁰⁷ Es el caso del MOU conjunto suscrito entre la SEC/CFIC de los EE.UU. y el Department of Trade and Industry/Securities and Investment Board del Reino Unido (30.9.1991).

¹⁰⁸ Es el caso de los MOU suscritos entre la SEC y la COB francesa (14;12.1989); la SEC y el organismo de supervisión del Brasil (1.7.1988); la SEC y los organismos de supervisión de Ontario, Québec y British Columbia del Canadá (7.1.1988); y entre la SEC y el organismo de supervisión de los Países Bajos.

¹⁰⁹ Es el caso de los MOU suscritos entre la SEC y la COB francesa y el organismo de supervisión de los Países Bajos.

Por último, no quisiéramos concluir este apartado sin mencionar la Declaración Conjunta relativa al establecimiento de un marco de colaboración entre la SEC y la Comisión de las Comunidades Europeas.¹¹⁰ Sin constituir técnicamente un MOU, reviste importancia por cuanto que las partes firmantes, reconociendo la importancia de una colaboración entre los organismos de supervisión de los mercados de valores, tanto a nivel bilateral como multilateral, y su mutuo deseo de estrechar la colaboración ya existente, acuerdan establecer los objetivos siguientes:¹¹¹

— facilitar el intercambio de información y la asistencia recíproca entre la SEC y los organismos de supervisión de los respectivos Estados miembros de la Comunidad Europea en todo lo relativo a la administración y aplicación de sus legislaciones en materia de ordenación de mercados de valores;

— colaborar para mantener la solvencia financiera de todos los intermediarios en los mercados de los EE.UU. y la Comunidad Europea;¹¹² y

— consultarse regularmente sobre asuntos de interés recíproco relativos al funcionamiento y supervisión de los mercados de valores de los EE.UU. y la Comunidad Europea.

Como continuación a esta Declaración, las partes firmantes acordaron igualmente iniciar, con carácter regular, un diálogo al objeto de examinar los desarrollos en los mercados de valores y debatir los principios generales que informan la ordenación jurídica de este sector, tanto en los EE.UU. como en la Comunidad Europea.

4. CONCLUSIONES

La firma sucesiva de MOUs con los organismos de supervisión de diferentes países ha conducido a un reforzamiento notable de la eficacia de la SEC a la hora de aplicar la legislación norteamericana sobre mercados de valores. A pesar del carácter programático y no vinculante que tienen para los firmantes (al menos en cuanto respecta a la mayoría de ellos), estos Protocolos han sido valorados muy positivamente.¹¹³

¹¹⁰ Joint Statement on the Establishment of Improved Cooperation between the United States Securities and Exchange Commission and the Commission of the European Communities (23.9.1991) en *International Series*, Release n.º 320/Sept. 30, 1991. Al respecto, puede verse «SEC and EC sign Joint Statement regarding exchange of information», *BNA Securities Regulation & Law Report*, vol.23, 27.9.91 (1991) p. 1406.

¹¹¹ Traducción de los autores.

¹¹² Este punto vuelve a poner de manifiesto la preocupación respecto del riesgo «sistémico» que puede conllevar la insolvencia de los intermediarios en los mercados de valores.

¹¹³ Por recoger sólo algunos ejemplos ilustrativos, el Comité del Senado de los EE.UU. sobre asuntos relativos a Banca, Vivienda y Urbanismo concluyó que «los MOUs han pro-

Aunque disponemos de pocos datos empíricos al respecto, la Memoria Anual de la SEC correspondiente al año 1990 destacaba que este organismo había realizado 160 requerimientos de colaboración relacionados con investigaciones basadas en los MOUs vigentes, habiendo asimismo recibido varios requerimientos similares por parte de organismos de supervisión de otros países. Con la firma de nuevos MOUs con nuevos organismos de supervisión de otros países, este número ha debido incrementarse. Por todo ello, parece lógico pensar que serán asimismo muy beneficiosos al efecto de reforzar la capacidad y eficacia de los organismos de supervisión de otros Estados en la aplicación de sus legislaciones sobre ordenación de los mercados de valores en un plano internacional.

Apoyamos plenamente esta línea de actuación, por cuanto nos parece una indicación ciertamente positiva de que los diferentes Estados y sus organismos de supervisión en materia de mercados de valores están empezando a actuar sobre la premisa de que la globalización creciente de los mercados de valores impone una colaboración internacional también creciente. En este sentido, entendemos que el establecimiento de unos procedimientos ágiles y recíprocamente aceptables de intercambio de información entre organismos de supervisión de diferentes países, como los que proporcionan los MOUs, constituye una vía muy positiva de promover la colaboración internacional.

V

EL MEMORÁNDUM DE ENTENDIMIENTO CNMV/SEC

1. INTRODUCCIÓN

La Exposición de Motivos del MOU CNMV-SEC proporciona una buena indicación de las razones que llevaron a los organismos de ambos países a formalizar el acuerdo. Por un lado, se establece el reconocimiento mutuo del fenómeno de la internacionalización creciente de los mercados de valores. Por otro, y sobre la base del punto de partida anterior, se enuncia «la correspondiente necesidad de cooperación mutua como medio para mejorar su eficacia en la aplicación de las disposiciones referidas a valores en sus respectivos países».¹¹⁴ Esta postura, abiertamente partidaria de la colaboración internacional, viene reforzada por el establecimiento de un marco para la celebración de consultas

porcionado un medio ágil y eficiente de obtener información [relativa al fraude en los mercados de valores], reforzando las facultades de la SEC para velar por el cumplimiento de la ley», *vid. S.Rep. n.º 461, 100th Cong., 2d. Sess.(1988), p. 6* (Nota: Traducción de los autores). Sobre las ventajas de estos instrumentos, *vid. también GRUNDFEST, Internationalization, cit., pp. 123-126; RUDER, cit., p. 330; GOELZER/SULLIVAN/MILLS, cit., p. 88; PITT/SARDISON/SHAPIRO, cit., p. 435.*

¹¹⁴ MOU, Exposición de Motivos.

periódicas que tiene, entre otros objetivos, la finalidad de «evita[r] al mismo tiempo, siempre que sea posible, los conflictos que puedan derivarse de la aplicación de diferentes prácticas en materia de regulación».¹¹⁵ Por tanto, se pone también de manifiesto con el MOU CNMV-SEC un desplazamiento por parte de la Administración norteamericana desde posturas de marcada agresividad extraterritorial hacia una política de colaboración internacional.

En definitiva, el reconocimiento de la globalización de los mercados de valores, con la consiguiente transnacionalización de las respectivas esferas de competencias de los organismos nacionales de supervisión, y el modelo cooperativo o de colaboración internacional del que hemos hablado en páginas anteriores, constituyen el pórtico de este Memorándum.

2. COMPETENCIA DE LA CNMV PARA LA FORMALIZACIÓN DEL MOU

Antes de profundizar en el alcance y contenido del MOU entre la SEC y la CNMV, resulta necesario abordar el problema de la habilitación legal específica de esta última para poder celebrar un acuerdo internacional de esta naturaleza. El artículo 90.2 de la Ley del Mercado de Valores (LMV)¹¹⁶ habilita expresamente a la CNMV para que pueda colaborar con organismos de supervisión similares que pudieran existir en otros países mediante el intercambio de las informaciones pertinentes. En un primer análisis de este precepto, no cabe duda de que se trata de una habilitación estricta: los acuerdos de colaboración con organismos extranjeros no podrán tener más objeto que el mero intercambio de información. No podemos ignorar el contenido amplio que puede darse a la expresión «intercambio de información», de la cual cabe hacer una interpretación expansiva. Este proceder resulta, sin duda, sugerente y tiene un cierto encaje con el amplio abanico de potestades y funciones que la LMV concede a la CNMV. Así, en su Exposición de Motivos, la propia LMV dice que «se trata de un ente al que se le encomienda la supervisión e inspección del mercado de valores, sin perjuicio de su colaboración en las labores de ordenación del mismo y en el impulso de la implantación de su reforma». Más adelante, el propio Preámbulo refuerza la trascendental importancia de la información como complemento al aparato institucional diseñado por la LMV para garantizar una adecuada supervisión del funcionamiento de los mercados. Parece, por tanto, y en una primera aproximación, que el MOU suscrito con la SEC encaja plenamente con las competencias amplias que el legislador quiso otorgar a la CNMV, como pieza clave del sistema en la reforma del mercado de valores.¹¹⁷

¹¹⁵ *Id.*, Cláusula 2.

¹¹⁶ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (*BOE* num. 181.,29.7.88; corrección de errores en *BOE* núm. 122, de 235.89 y *BOE* núm. 185,4.8.89)

¹¹⁷ Para un análisis similar, en el cual se mantiene que corresponde a la CNMV hacer

Ahora bien, una lectura más detenida del contenido del MOU y, en especial de la sección 1 de la Clausula 3 («Alcance de la asistencia»), pone de manifiesto que éste va más allá de la habilitación legal proporcionada por el artículo 90.2 LMV que se circunscribe al intercambio de información, alcanzando a cuestiones como la toma de declaración o la inspección e investigación de personas y entidades. A esta preocupación que manifestamos de que la CNMV haya podido exceder el ámbito de las competencias que tiene legalmente atribuidas, debe añadirse la perplejidad que suscita la lectura del párrafo 3, Sección 1 de la Cláusula 3 en donde se afirma que «las Autoridades reconocen que, en algunas circunstancias, pueden no poseer la facultad legal para proporcionar la asistencia considerada en este Memorándum de Entendimiento». Resulta difícil saber si estamos aquí ante un reconocimiento implícito y *ab initio* de la existencia de determinadas esferas de incompetencia. La cuestión no es baladí por cuanto que los actos administrativos que pudieran emanar de la CNMV basados en actuaciones conjuntas con la SEC que excedieran el mero intercambio de información podrían estar viciadas de nulidad de pleno derecho o resultar anulables.¹¹⁸ Las cautelas del párrafo 4,a) de la Sección 2 («Principios generales») en el sentido de que una Autoridad puede negarse a prestar la asistencia solicitada cuando se considere que «infringiría la ley del Estado de la Autoridad solicitada», no resulta en modo alguno tranquilizadora ni suficiente.

En conclusión, y en relación a esta cuestión de las competencias de la CNMV para formalizar el MOU analizado, debe llamarse la atención sobre el potencial ámbito de problemas a que puede dar lugar la «asistencia mutua» cuando vaya más allá del mero intercambio de información.

3. ESTRUCTURA Y PRINCIPIOS GENERALES

Reconociendo la diversidad de los ordenamientos jurídicos en materia de mercados de valores de España y de los EE.UU., resulta importante analizar si se desprenden del contenido del MOU unos principios comunes acerca de las

algo más, puede consultarse JIMÉNEZ-BLANCO, *Derecho público del mercado de valores*, Madrid 1989, p. 100 para quien: «La LMV aspira así a que la CNMV sea un ente que, más allá de sus potestades formales, ejerza una auténtica *moral suasion* sobre el mercado...» También puede consultarse el trabajo de SORIANO GARCÍA, «La Securities and Exchange Commission. Un ejemplo de entidad instrumental de carácter expansivo», *RDM*, vol. 201 (1991) p. 399, en donde se argumenta que, en el sector financiero, surgen nuevas técnicas de administración en donde el Estado fija un cuadro normativo general, necesariamente reforzado con agencias administrativas independientes con amplias competencias de «supervisión», en el que han de desenvolverse los agentes económicos de forma libre y responsable.

¹¹⁸ Vid. Título V, cap. IV de la Ley 30/1992, de 16 de noviembre, sobre Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo General (*BOE* num. 285, 27.12.92).

cuestiones que deban ser objeto de tutela por parte de estos ordenamientos. Se trata de una consideración importante, por cuanto que de existir sintonía al respecto, los objetivos del MOU se verán ciertamente simplificados.

Pues bien, al enumerarse por el artículo 2 del MOU las materias objeto de consultas, se apunta precisamente al denominador común que ambos organismos de supervisión entienden debe ser objeto de tutela. Este denominador común puede desglosarse en los principios generales siguientes:

- (1) asegurar la estabilidad, eficacia e integridad de los mercados de valores;
- (2) protección al inversor;
- (3) coordinación de la supervisión de los mercados;
- (4) aplicación de las leyes y demás disposiciones legales.

Sin lugar a dudas, los principios verdaderamente sustantivos son los dos primeros, mientras que los dos restantes se refieren propiamente a las competencias de atribución ostentadas por estos organismos de supervisión. Asimismo, aunque el principio de asegurar la estabilidad, eficacia e integridad de los mercados de valores no está expresamente recogido por nuestra LMV, puede decirse que está implícito en las competencias otorgadas por dicha ley a la CNMV de velar «por la transparencia de los mercados de valores [y] la correcta formación de los precios en los mismos» (art.13, párrafo primero, de la LMV). En cuanto a la protección al inversor, se trata de otro de los bienes jurídicos fundamentales reiterado sistemáticamente por la propia LMV, y cuya tutela se encomienda igualmente a la CNMV.¹¹⁹ En definitiva, puede concluirse que existe una identidad en los bienes jurídicos objeto de tutela en ambos sistemas.

¹¹⁹ Al margen del inequívoco tenor literal de la LMV, excedería del objetivo del presente estudio profundizar en el debate teórico sobre si la protección al inversor constituye el objetivo primordial o exclusivo de las legislaciones sobre mercados de valores, haciendo de los organismos de supervisión, como la CNMV, otra oficina de protección al «consumidor de servicios financieros». La postura alternativa pasa por afirmar que lo realmente importante es tutelar el proceso de formación de capital y, por consiguiente, el funcionamiento eficaz, transparente y veraz del mercado. En nuestra opinión, el inversor resultará protegido como consecuencia de todo ello; un mercado de valores no podrá funcionar eficaz y ágilmente si los inversores que acuden a él son sistemáticamente engañados, lo cual no significa que éstos merezcan un trato de favor respecto de aquellos que invierten, por ejemplo, en el sector inmobiliario o en obras de arte...! El debate en los EE.UU. sobre la verdadera finalidad de las «securities laws» continúa en nuestros días. Aunque la bibliografía al respecto es extensísima, puede encontrarse una visión interesante de este debate en KARMEL, *Regulation by prosecution: the Securities and Exchange Commission vs. corporate America* (1982) y KRIPKE, *The SEC and corporate disclosure: regulation in search of a purpose* (1979). Son especialmente ilustrativas del mismo las palabras de un antiguo Presidente de la SEC, para quien: «The ultimate purpose of the federal securities laws is, after all, to ensure the confident, efficient and fair securities markets that foster the capital formation process which underpins our prosperity and democracy. In this light, while the federal securities laws speak specifically only to the need for investor protection and the maintenance of fair and orderly markets, achieving those objective and fostering capital formation, when they are properly balanced, go hand in hand. Adequate investor

Por lo que respecta a la estructura del MOU, se compone fundamentalmente de tres partes, que son las siguientes:

- definiciones (Cláusula 1);
- establecimiento de un marco para celebrar consultas sobre asuntos de interés mutuo (Cláusula 2);
- asistencia mutua e intercambio de información (Cláusula 3).

4. DEFINICIONES

Una primera lectura de la Cláusula 1 relativa a las definiciones suscitará, sin duda, en el lector español cierta sorpresa por cuanto que no es ésta una técnica habitual en nuestra tradición jurídica. Asimismo, los términos y expresiones utilizadas en la versión española ponen inmediatamente de manifiesto que el texto original, del que después se traduce, es el texto inglés.

No se trata de un procedimiento objetable, pero las dificultades que plantea toda traducción jurídica son palpables en la versión española del MOU. Hay términos cuya traducción resulta por sí misma compleja; éste es el caso, por ejemplo, de las expresiones «*securities processing business*»¹²⁰ o «*over-the-counter market*»¹²¹. Junto a estas dificultades lógicas y salvadas decorosamente, deben lamentarse otras traducciones que dejan mucho que desear; éste es el caso del «*traspaso*»¹²² de valores, «*sociedad de tratamiento de valores*»¹²³ o de la expresión «*laws or regulations*».¹²⁴ En cualquier caso, y a pesar de todo ello, pensamos que no existen diferencias entre ambas versiones que lleguen a comprometer el significado unívoco de las mismas o a crear confusiones interpretativas que no puedan resolverse acudiendo al sentido común.¹²⁵

protection and fair and orderly markets enhance the confidence and willingness of the public to invest, while healthy and active capital markets provide the fuel for a growing economy and offer investors a fair and efficient marketplace for a broad range of investment media.» Declaración del Chairman Harold Williams, *46th Annual Report of the United States Securities and Exchange Commission*, 1980, p.iii. Nota: El subrayado es de los autores.

¹²⁰ Traducido por «sociedad de tratamiento de valores» (Cláusula 1.f).

¹²¹ Traducido por «mercado de valores no centralizado» (Cláusula 1.f).

¹²² Se traduce así el término «*transfer*». Por el momento, el término «*traspaso*» sólo tiene un significado jurídico específico en el contexto del arrendamiento de locales de negocio pero no para el Derecho del mercado de valores... Pensamos que la traducción correcta hubiera sido «*transmisión*».

¹²³ Se traduce de esta forma la expresión «*securities processing business*». El término «*tratamiento*» no nos parece en modo alguno adecuado al ámbito del Derecho del mercado de valores.

¹²⁴ Traducido por «*leyes o regulaciones*» (Cláusula 1.h), cuando lo cierto es que se busca cubrir la distinción entre ley en sentido formal y material; por ello, no convence el empleo del término «*regulación*».

¹²⁵ Decimos esto con cierta cautela, porque pueden plantearse en la práctica multitud

Sin lugar a dudas, el apartado más importante es el relativo a la definición de «leyes y regulaciones» por cuanto que viene a marcar, en última instancia, el ámbito de aplicación del MOU. Una vez examinados sus diferentes apartados, se pone de manifiesto que son esencialmente reconducibles a las cuestiones siguientes:

- normas de conducta: apartados (i), (iv), (v) y (vi);
- obligaciones de información, tanto periódica por parte de emisores como respecto a hechos relevantes: apartados (ii), (iii) y (v);
- solvencia de los intermediarios o sujetos de mercado: apartado (vii).

Como podrá constatarse, estas cuestiones son plenamente reconducibles a los principios antes mencionados de asegurar la estabilidad, eficacia e integridad de los mercados de valores, así como la protección al inversor. Si tomamos como punto de referencia el elenco de materias antes consideradas como parte integrante de una reflexión general en torno al Derecho internacional del mercados de valores, podremos asimismo constatar que, aunque algunas de ellas no aparezcan expresamente mencionadas, lo cierto es que resultan todas ellas encuadrables en el ámbito material de la definición de «leyes y regulaciones» que nos da el MOU. Se trata, en definitiva, de un texto ambicioso en el que caben la práctica totalidad de asuntos y problemas que plantea el Derecho internacional del mercados de valores y donde se hace especialmente necesario establecer una colaboración internacional.

5. CONSULTAS EN MATERIAS DE INTERÉS MUTUO: ESTABLECIMIENTO DE UN MARCO GENERAL

Con anterioridad a la firma del MOU, ambos organismos venían manteniendo ya excelentes relaciones de cooperación en las materias propias de su competencia.¹²⁶ Desarrollando esta línea y respaldando, con ello, la base misma del modelo de colaboración, la Cláusula 2 del MOU establece que los firmantes tienen el propósito de celebrar consultas sobre asuntos de interés mutuo «a fin de mejorar la cooperación y proteger a los inversores, asegurando la estabilidad, eficiencia e integridad de los mercados de los EE.UU. y España, la coordinación de la supervisión del mercado y la aplicación de las leyes o regulaciones sobre valores en dichos países».¹²⁷

Parece que las celebración periódica de consultas constituye uno de los medios más idóneos para fomentar la comunicación, evitar posibles conflictos y

de ejemplos de difícil interpretación. Así, por ejemplo, ¿puede decirse que el MEFF (Mercado Español de Futuros Financieros) constituye un mercado de valores o bien un «mercado no centralizado»?

¹²⁶ Nota de prensa de la SEC, cit. *supra*.

¹²⁷ MOU, Cláusula 2.

apoyar el desarrollo de fórmulas recíprocamente satisfactorias que contribuyan al logro de los objetivos marcados.

Estas consultas deben diferenciarse de las contempladas específicamente por la sección 7 de la Cláusula 3 («Consultas respecto a la Asistencia Mutua en virtud del presente Memorándum de Entendimiento»). En este caso, se prevén las oportunas consultas para que, en aquellos casos en los que pudieran surgir diferencias respecto de la interpretación o aplicación del MOU, cuando éstas den lugar a la denegación u oposición por una de las Autoridades de la asistencia solicitada, así como a un cambio en las condiciones de mercado o del negocio, en las cuestiones estipuladas en el apartado 1, h) de la Cláusula 1¹²⁸ o en cualquier otro extremo que haga necesario o conveniente enmendar el MOU para lograr los propósitos fijados, ambas partes puedan convocar consultas al respecto.

En definitiva, se trata de llevar a un mecanismo concreto y específico, como es el de las consultas, el espíritu de colaboración que preside la totalidad del MOU e inspira su contenido específico.

6. ASISTENCIA RECÍPROCA E INTERCAMBIO DE INFORMACIÓN

A) Principios generales

Aunque con sistemática ciertamente dudosa, la sección 2 recoge unos llamados principios generales. Decimos sistemática dudosa puesto que algunos de los principios recogidos se refieren al MOU como tal, y no sólo a la asistencia recíproca propiamente dicha. Asimismo, la sección 1, relativa al ámbito de dicha asistencia, recoge también un conjunto de elementos que bien podrían considerarse principios generales. Por último, su ubicación en el texto del Protocolo no es, a nuestro juicio, la más acertada; debido a su carácter general, mejor hubiera sido situar estos principios después de la Cláusula 1 sobre «Definiciones».

El primero de estos principios es el relativo a la naturaleza jurídica del MOU. Los firmantes han optado por la fórmula más generalizada de considerar el documento como una declaración de intenciones sin fuerza de obligar para las partes, ni con posibilidad alguna de derogar la legislación vigente en cualquiera de los dos Estados a que pertenecen los organismos firmantes.

Más adelante se enuncia el principio en virtud del cual no podrá entenderse que el MOU prejuzga, en modo alguno, el derecho que los firmantes tienen a obtener la información solicitada por cualquier otro medio para el cual estén legitimados en virtud de sus ordenamientos internos. Ello incluye el derecho de

¹²⁸ Este punto concreto se refiere al cambio en la definición del término «leyes o regulaciones».

ambos organismos a poder comunicarse o a obtener información o documentos por parte de cualquier persona residente en el Estado del otro de los firmantes, siempre que ello se realice de forma voluntaria. Entendemos que esta última cualificación de voluntariedad podrá limitar las posibles veleidades extraterritoriales en que pudiera incurrir la SEC de la mano del ya citado «emplazamiento o requerimiento para investigación» (*investigative subpoena*).

En tercer lugar, se establece la absoluta bilateralidad del MOU en cuanto al posible nacimiento de derechos o pretensiones jurídicas de cualquier índole. Con ello, se excluye expresamente cualquier derecho que, directa o indirectamente, pudiera invocarse por alguna persona en relación a la supresión o exclusión de informaciones solicitadas en base al MOU, así como su oposición a cualquier solicitud de asistencia en base al mismo. Por tanto, y éste es un aspecto importante sobre el que volveremos más adelante, el MOU no confiere derecho alguno a particulares.

Finalmente, después de reiterar el mutuo convencimiento y deseo por ambas partes de que la asistencia recíproca y el intercambio de información faciliten el deber que cada organismo tiene de velar por la aplicación de la legislación en sus propios Estados, se establecen dos posibilidades por las cuales la Autoridad Solicitada estaría facultada para denegar la asistencia solicitada. La primera de ellas es de orden sustantivo y trata de la excepción de orden público; tiene un carácter amplio por cuanto no sólo faculta a la Autoridad Solicitada para denegar la asistencia pedida cuando conculcara su propio ordenamiento, sino también cuando fuera contrario al interés público del Estado. En cuanto a la segunda, reviste un carácter formal o adjetivo, por cuanto limita la posibilidad de denegar la asistencia cuando la solicitud no se haya redactado y planteado de acuerdo con lo dispuesto por el propio MOU.¹²⁹

B) *Ámbito*

La sección 1 de la Cláusula 3 es la relativa al ámbito propio de la asistencia. Como es obvio, se trata de una sección de gran importancia, por cuanto que delimita en gran parte lo que constituye uno de los fines esenciales del MOU, cualificado por que muchas de las disposiciones que examinaremos posteriormente tienen un carácter meramente procedimental.

Con carácter general, entendemos que deben destacarse dos principios esenciales:

(1) Ante todo, los firmantes quisieron establecer un *principio de plenitud de asistencia* en virtud del cual, con independencia de la relación de actuaciones previstas en el apartado 2 de la propia sección, se comprometen a prestar «la

¹²⁹ La sección 4 de la Cláusula 3 se refiere a las «Solicitudes de asistencia». *Vid. infra*, apartado C).

más plena» asistencia recíproca, con el único límite de las legislaciones norteamericana y española, y dentro del marco del propio MOU. En consecuencia, desde un punto de vista interpretativo, cualquier solicitud de asistencia deberá ser cumplimentada a la luz de este principio del que, además, encontramos dos manifestaciones distintas en el texto que nos ocupa.

Así, por un lado, una importante extensión se encuentra recogida en la sección 8 sobre «Asistencia no solicitada». Se trata de que, por aplicación de esta sección del MOU, cada uno de los organismos firmantes se comprometió a dedicar el esfuerzo que razonablemente pudiera exigírsele para poner en conocimiento de la otra parte cualquier información que pudiera descubrirse, y que pareciera poner de manifiesto la infracción de la leyes del Estado del otro organismo firmante. Por tanto, se establece no sólo el principio de colaboración pasiva sino también el deber de tomar activamente la iniciativa.

Por otro lado, en fin, el propio apartado tercero de la sección 1 establece que, reconociéndose por ambas partes el hecho de que no tendrán siempre la capacidad legal necesaria para proporcionar la asistencia contemplada en el MOU, se comprometen tanto a instar a los organismos correspondientes para que la legislación sea oportunamente modificada al efecto de posibilitar la asistencia solicitada, como a obtener de aquellas instituciones u organismos que sí ostenten las facultades necesarias para facilitar esta asistencia.

(2) El segundo de los aspectos importantes de esta sección, dando un paso más, es en ocasiones conocido como el *principio de neutralidad*, ya que establece el compromiso de asistencia por parte de la Autoridad Solicitada, con independencia de que la conducta objeto de la solicitud de asistencia constituya o no una infracción de su propia legislación.

Una vez establecidos estos principios generales, el MOU pasa a detallar los tipos de asistencia que cabe solicitar al amparo del mismo. Se trata de las actividades siguientes:

- proporcionar acceso a información disponible en los archivos de la Autoridad Solicitada;
- tomar declaración verbal o escrita de personas; y
- llevar a cabo labores de supervisión o inspecciones de los «intermediarios del mercado de valores»,¹³⁰ «sociedades de tratamiento de valores»¹³¹ y «mercados de valores».¹³²

C) Solicitudes de asistencia: requisitos

El MOU rodea a las solicitudes de asistencia de un cierto formalismo que nos parece plenamente justificado. Se trata de llevar un control elemental de este

¹³⁰ MOU, Cláusula 1, e).

¹³¹ MOU, Cláusula 1, f).

¹³² MOU, Cláusula 1, g).

tipo de actividades y poder determinar si no existen objeciones jurídicas internas que justifiquen denegar la asistencia solicitada.¹³³ Veamos sus parámetros fundamentales:

a) *Forma*. El MOU establece que las solicitudes deberán realizarse por escrito. Excepcionalmente, y por razones de urgencia, se contempla la posibilidad de que se realicen por otro medio siempre que exista confirmación escrita posterior.

b) *Destinatario*. Las personas designadas por los organismos firmantes como destinatarios de las solicitudes de asistencia se indican en el Anexo I al MOU, que son:

- Por la CNMV: Director, División de Análisis Económico.
- Por la SEC: Director, Office of International Affairs.

c) *Contenido*. La solicitud de asistencia deberá recoger los extremos siguientes:

- descripción general, tanto del contenido como de la finalidad para la cual se recaba la asistencia o información;
- declaración general de asistencia, información, documentos o declaraciones buscados por la Autoridad Solicitante;
- cualquier información que estuviera ya en poder de la Autoridad Solicitante y que pudiera facilitar a la Autoridad Solicitada la identificación de las personas físicas o jurídicas que, a juicio de la Autoridad Solicitada, disponen de la información solicitada o de los lugares donde dicha información pudiera obtenerse;
- las disposiciones legales aplicables al tema objeto de la solicitud;
- periodo de tiempo en el que se precisa la respuesta.

Por último, no debe olvidarse la importancia que tiene cumplimentar adecuadamente todos y cada uno de los extremos previstos por el MOU para las solicitudes de asistencia, puesto que, en caso contrario, la Autoridad Solicitada podría denegar la asistencia por vicios de forma, acogiéndose a lo dispuesto por la sección 2, apartado b). Es de esperar que el espíritu de colaboración y asistencia recíproca que inspiró la firma de este documento siga presidiendo las actuaciones que se deriven de su aplicación, y que este necesario formalismo no constituya mayor impedimento para el logro de sus objetivos.

D) Ejecución de solicitudes de asistencia

La sección 4 relativa a la ejecución de solicitudes de asistencia es quizás el apartado más detallado del MOU, así como uno de los más importantes y controvertidos. Con la finalidad de realizar una aproximación sistemática al mismo, analizaremos los aspectos siguientes:

¹³³ En especial, la aplicación de la excepción de orden público. *Vid. supra*, apartado B).

- información ya disponible;
- tomas de declaraciones: formalidades y garantías;
- inspección de libros y actas;
- intervención directa de la Autoridad Solicitante en las actuaciones anteriores.

a) *Información ya disponible.*— Cuando la información solicitada ya estuviera disponible en los archivos o registros de la Autoridad Solicitada, el MOU establece que éste facilitará sin más la misma a la Autoridad Solicitante. Este inciso, que resulta a primera vista sencillo y en alguna medida coherente con el espíritu de colaboración que preside el contenido del MOU, puede plantear algún problema de compleja solución.

Así, por ejemplo, imaginemos el supuesto de que la CNMV dispusiera ya de determinada información obtenida en el curso de su actividad inspectora y ésta estuviera amparada por una obligación de confidencialidad o reserva. Esta información se solicita por la SEC a quien, en cumplimiento del MOU, se le facilita, puesto que ya está disponible y no resulta aplicable la excepción de orden público; no obstante, se informa a la SEC de la naturaleza reservada de la información. Supongamos ahora que la SEC viniera obligada a facilitar la misma en virtud de una orden judicial emanada de un tribunal norteamericano quien, en el curso del procedimiento, facilita esta información a las partes en litigio. Puede imaginarse un supuesto similar siendo la CNMV la Autoridad Solicitante. Como podrá apreciarse, el conflicto está servido.

b) *Tomas de declaraciones: formalidades y garantías.*— Cuando así se solicitara por parte de la Autoridad Solicitante, la Autoridad Solicitada podrá tomar declaración de aquellas personas implicadas, directa o indirectamente, en las actividades que subyacen en la propia solicitud de asistencia, o que dispongan de información que pudiera facilitar la ejecución de aquella.¹³⁴

Asimismo, este apartado recoge la posibilidad de que, a su propio criterio, la Autoridad Solicitante puede solicitar se tome declaración a personas concretas. Por otra parte, se contempla la posibilidad de que la propia Autoridad Solicitada pueda recabar, a iniciativa propia, información adicional o pruebas de cualquier otra persona, además de las indicadas por la Autoridad Solicitante.

En relación al obligado respeto de las garantías en este tipo de actuaciones administrativas, el apartado 3 de esta sección 4 establece el principio de que las declaraciones que pudieran recabarse a cualquier persona en aplicación del MOU, se realizarán de idéntica manera y con el alcance previsto para este tipo de actuaciones por el ordenamiento del Estado de la Autoridad Solicitada. Toda persona a la que le fuera tomada declaración, o de la que se recabaran cualquier

¹³⁴ El art. 85.1 LMV establece que «la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá recabar de las personas físicas y jurídicas... cuantas informaciones estime necesarias sobre los extremos que interese relacionados con las materias objeto de esta Ley».

otro tipo de pruebas, goza de la protección y los derechos que le dispensa y reconoce el ordenamiento jurídico del Estado de la Autoridad Solicitada. En este sentido, cuando se pretendieran hacer valer, o se aludiera a derechos del tipo que fuese derivados únicamente del ordenamiento del Estado de la Autoridad Solicitante, los firmantes realizarán consultas a los efectos de determinar el procedimiento más idóneo de actuación.

Por último, se recoge la posibilidad de que la Autoridad Solicitante pida que el testimonio o declaración se tomen bajo juramento/promesa, así como que se tomen transcripciones literales de la misma. Igualmente, se prevé la posibilidad de que un representante designado por la Autoridad Solicitante pueda estar presente durante dichas actuaciones, así como la posibilidad de que pueda solicitar a los funcionarios de la Autoridad Solicitada la formulación de una serie de preguntas concretas a las personas investigadas.

c) Inspección de libros y actas.— A solicitud de la Autoridad Solicitante, se podrán llevar a cabo inspecciones u obtener testimonios de libros y registros de un intermediario del mercado de valores, de su depositario o agente, de un mercado de valores o de una sociedad de tratamiento de valores. Al igual que en el caso anterior, se recoge la posibilidad de que un representante de la Autoridad Solicitante pueda estar presente en las diligencias inspectoras. Además, siempre que obtenga la previa autorización de la Autoridad Solicitada, podrá participar directamente en estas diligencias.

d) Intervención directa de la Autoridad Solicitante en las actuaciones anteriores.— Uno de los preceptos más interesantes de esta sección, que anticipamos será especialmente polémico, se refiere a la intervención directa de funcionarios de la Autoridad Solicitante en las actuaciones antes citadas.

Ya vimos cómo el MOU contemplaba la posibilidad de que éstos pudieran asistir a las diligencias de toma de declaraciones y de inspección de libros y actas. Pues bien, el apartado 6 de la sección 4 recoge la posibilidad de que la Autoridad Solicitante pueda plantear ante la Autoridad Solicitada una solicitud motivada en la que se solicite que una o varias personas nombradas por aquél puedan ser directamente responsables de las actuaciones instructoras, bien tomando las oportunas declaraciones a cualquier persona investigada, bien inspeccionando libros y actas.

Anticipándose al carácter excepcional de este régimen, el MOU establece la posibilidad de que esta solicitud pueda ser rechazada por la Autoridad Solicitada a su exclusivo arbitrio. No obstante, en este caso, resultará de aplicación el mecanismo de consultas previsto por la sección 7 de esta misma Cláusula 3. En los casos en los que esta solicitud se concediera por la Autoridad Solicitada, y cuando el ordenamiento jurídico del Estado de la Autoridad Solicitante contemplara la asistencia letrada para este tipo de actuaciones, así como la posibilidad de que formulen preguntas a los testigos, el MOU establece que la Autoridad

Solicitada «hará todo lo posible» para asegurar se garantice esta posibilidad.¹³⁵

Como apuntamos al principio, se trata de uno de los apartados más polémicos y problemáticos desde el punto de vista del ordenamiento jurídico español. A nuestro juicio, la intervención directa de personal enviado por la SEC en un procedimiento administrativo celebrado en España, de conformidad con el ordenamiento jurídico español, puede entrar abiertamente en conflicto con uno de los principios generales del régimen de los órganos administrativos como es el de *la indisponibilidad de la competencia*, por el cual «la competencia es irrenunciable y se ejercerá precisamente por los órganos administrativos que la tengan atribuida como propia».¹³⁶

Cuando se trate de un procedimiento iniciado en los EE.UU. por presunta infracción de la legislación federal sobre mercados de valores, y la SEC precise llevar a cabo directamente diligencias concretas en España, el problema se plantea con perfiles distintos. No se trata ya de la supervisión de los mercados de valores españoles, sino de la comisión en España de determinadas actuaciones por determinadas personas físicas o jurídicas que pudieran constituir una infracción de la legislación norteamericana. Cabe preguntarse aquí si la CNMV tiene alguna competencia sobre el asunto. En una lectura sistemática e integradora del artículo 13 LMV, por el cual se encomienda a la CNMV «la inspección... de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de [los mercados de valores]», podría mantenerse que la CNMV tiene también competencias sobre el caso descrito.

En definitiva, entendemos que una intervención directa por funcionarios de la SEC en las diligencias que pudieran realizarse en España, tanto tratándose de un procedimiento administrativo español como norteamericano, resultan contrarios a principios de Derecho imperativo vigentes en nuestro país. Por el contrario, no vemos problema alguno en que estos mismos funcionarios asistan a la toma de declaración de personas o a inspecciones y registros en España, ni tampoco vemos objeción técnica alguna a que la SEC proponga la realización de preguntas concretas o de actuaciones específicas.

¹³⁵ En nuestro país, y en relación con la participación de los interesados en el procedimiento administrativo, el artículo 85.2 de la Ley 30/1992, de 16 de noviembre, sobre Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo General, establece que «los interesados podrán, en todo caso, actuar asistidos de asesor cuando lo consideren conveniente en defensa de sus intereses». Por ello, la CNMV va a tener que hacer algo más «que todo lo posible» para garantizar la asistencia letrada en los procedimientos administrativos de diferente índole que ante la misma se sustancien a riesgo de que pudiera producirse la nulidad de actuaciones. En la práctica, y ya desde antes de la entrada en vigor de la Ley 30/1992, nos consta que la CNMV no tiene objeción alguna a la asistencia letrada.

¹³⁶ Vid. artículo 12 Ley 30/1992, de 16 de noviembre, sobre Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo General.

E) Usos permitidos de la información

En el Documento del IOSCO, del que ya nos ocupamos anteriormente, se contempla el principio por el cual deben especificarse las circunstancias por las que la Autoridad Solicitante está facultada para compartir la información recibida con otras autoridades u organismos nacionales, para su uso en cuestiones relacionadas, incluyendo las investigaciones o expedientes iniciados por otros organismos.

La sección 5 del MOU recoge este principio, estableciendo que la Autoridad Solicitante podrá emplear la información recibida exclusivamente para los usos siguientes:

— para los propósitos establecidos en la solicitud, incluyendo aquí el asegurar el cumplimiento y aplicación de la legislación del Estado de la Autoridad Solicitante, incluyendo aquello que se hubiera especificado en la solicitud;

— para cualquier propósito que tenga cabida dentro del marco general del uso indicado en la solicitud, incluyendo la realización de un proceso de investigación de naturaleza civil o administrativa; la asistencia en procedimientos penales o en relación con cualquier investigación derivada de las infracciones puestas de manifiesto en el escrito de solicitud.

A los efectos de poder emplear la información obtenida para cualquier uso distinto a los anteriormente indicados, la Autoridad Solicitante procederá a notificar primero su intención de hacerlo, dando a este último la posibilidad de oponerse. La Autoridad Solicitante deberá plantear sus objeciones al uso propuesto en un plazo de 14 días desde la recepción de la notificación por parte de la Autoridad Solicitante. En caso de materializarse una oposición de este tipo, el MOU abre la posibilidad de que ambas partes procedan a celebrar consultas al amparo de la sección 7.

Se trata de un apartado que juzgamos de gran importancia por cuanto que evitará que la información obtenida con motivo de las solicitudes de asistencia puedan ser posteriormente empleadas para finalidades distintas de aquellas para las que fueron originalmente acordadas, escapando con ello al control de la Autoridad Solicitada. En este sentido, las cautelas y requisitos reflejados en esta sección para el caso de que quiera darse a la información obtenida un uso distinto, nos parecen muy positivas.

Ahora bien, resulta obligado preguntarse si se trata de límites realmente aplicables y eficaces. Imaginemos que la SEC recibe determinada información de la CNMV relativa a una investigación relacionada con una investigación de «insider trading». Una vez obtenida, resulta ilusorio pensar que la SEC va a poder ser ajena a la restante información incluida en la solicitud, por lo que, en ocasiones, esta información podrá servirle para iniciar nuevas investigaciones sobre cuestiones directa o indirectamente relacionadas. Como es lógico, no hay posibilidad alguna de control por parte de la CNMV si «su información» fue

aplicada a otras finalidades. Asimismo, supongamos ahora que la CNMV recibe determinada información por parte de la SEC. En un momento dado, el Congreso de los Diputados establece una Comisión de Investigación a los efectos de conocer con mayor detalle los pormenores de un escándalo financiero y bursátil con ramificaciones internacionales. En este contexto, y como máximo representante del organismo de supervisión de los mercados de valores, se llama a declarar al Presidente de la CNMV al objeto de que informe al respecto. Como consecuencia de la información recibida de la SEC sobre otra cuestión, la CNMV dispone de información precisa sobre este escándalo. ¿Debe solicitar la CNMV autorización a la SEC para dar a esta información un uso distinto? En el caso de que la SEC denegara dicha autorización, ¿puede la CNMV ocultar esta información al Congreso? Se trata de problemas sin duda complejos y que pueden resultar todavía más si añadimos las posibles implicaciones de la obligación de confidencialidad.

F) Confidencialidad

Como vimos anteriormente, el punto 2 del Documento de IOSCO de 1991 recoge el principio de que los MOUs deberán contemplar la posibilidad de que la Autoridad que recibiera información de otra Autoridad en respuesta a una solicitud concreta de información, velará en todo momento por garantizar los máximos niveles de confidencialidad de la misma. En línea con ello, la sección 6 del MOU recoge este principio, extendiendo la obligación de confidencialidad a los aspectos siguientes:

— solicitudes de asistencia realizadas al amparo del MOU, así como al contenido de dichas solicitudes y cualquier otra cuestión que pudiera plantearse durante la vigencia de aquél, incluyendo las consultas que se realizaran y los supuestos de asistencia no solicitada;

— toda la información obtenida por la Autoridad Solicitante en aplicación del MOU.

Por otro lado, y sin perjuicio de lo que haya podido decirse anteriormente en relación con los usos permitidos de información, cada una de las Autoridades se obliga a no facilitar la información obtenida a persona alguna. Asimismo, en aquellos casos en los que tal información hubiera llegado a cualquier otra persona, la Autoridad deberá hacer lo posible para asegurar que dicha información no llega a su vez a otras.

Esta sección recoge además la obligación de la Autoridad Solicitante de devolver la documentación y copias obtenidas, una vez concluido su uso y a petición de la Autoridad Solicitada.

Quizás uno de los elementos más importantes de esta sección es la referencia expresa que se realiza a la obligación que tiene la Autoridad Solicitante de notificar a la Autoridad Solicitada aquellos supuestos en los que cabría exigírsele

legalmente esta información, así como de aquellas exenciones que cabría legalmente oponer en estos supuestos.

En este sentido, y con carácter general, debe tenerse presente que el artículo 35, a) de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, sobre Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, establece el derecho de todo ciudadano «a conocer, en cualquier momento, el estado de la tramitación de los procedimientos en los que tengan la condición de interesados, y *obtener copias de documentos contenidos en ellos*». Asimismo, el artículo 37 de la misma Ley señala que «los ciudadanos tienen *derecho a acceder a los registros y a los documentos que, formando parte de un expediente, obren en los archivos administrativos,...* siempre que tales expedientes correspondan a procedimientos terminados». Si bien este derecho general de acceso a archivos y registros administrativos está limitado o condicionado a una serie de cualificaciones,¹³⁷ se trata de un derecho general de todos los ciudadanos en sus relaciones con las Administraciones Públicas.¹³⁸ Finalmente, no debe olvidarse el necesario trámite de audiencia de los interesados reconocido por el ordenamiento vigente en la instrucción de todo procedimiento administrativo; en este trámite, «... *se pondrán de manifiesto a los interesados [los procedimientos instruidos]*».

A falta de un desarrollo reglamentario de la Ley 30/1992, y dentro de que todas las disposiciones limitativas de derechos deben interpretarse restrictivamente, resulta difícil aventurar si se podrán configurar estas obligaciones de confidencialidad bajo el MOU dentro de las excepciones y especialidades previstas por el artículo 37, párrafos 5 y 6 de la citada Ley. Por el momento, entendemos que puede concluirse que existen en nuestro ordenamiento disposiciones imperativas que constituyen necesarias limitaciones a este deber de confidencialidad y que forzosamente habrán de ser respetadas por la CNMV. En base a ello, entendemos que, en los casos en los que la CNMV hubiera recibido información de la SEC y, en base a esta información y a datos adicionales, se instruyera por ejemplo, un expediente sancionador contra una persona en España, esta persona tendría pleno derecho de acceso a esta información.

G) Consultas

La sección 7 lleva por título «Consultas relativas a la asistencia mutua en ejecución del presente Memorándum de Entendimiento». Bajo este largo encabezamiento se incluye de hecho lo que constituye tanto un sistema *de resolución* de posibles contenciosos entre los firmantes derivados de la interpretación o

¹³⁷ Se trata de la necesaria protección a la intimidad de las personas (art. 37.2); de la prevalencia de un interés público, de intereses de terceros más dignos de protección o cuando así lo disponga una ley (Art.37.4) y de los supuestos tasados establecidos por el art. 37.5 o especiales que contempla el art. 37.6.

¹³⁸ Vid. art. 35,h) Ley 30/1992.

aplicación del MOU como un mecanismo *de modificación* del mismo ante futuros cambios legislativos o de mercado.

El primero de estos aspectos contempla fundamentalmente dos tipos de situaciones de conflicto. Por un lado, está el conflicto derivado de la interpretación de cualquier expresión o término empleado en el MOU. En este caso, se proporciona una guía interpretativa consistente en definir la expresión o término objeto de la controversia de acuerdo con las leyes del Estado de la Autoridad Solicitante. Por otro, se contempla un género más grave de controversia, a saber, la denegación o la oposición por parte de cualquiera de las Autoridades firmantes a cumplimentar una solicitud de asistencia cursada de conformidad con el MOU. En este caso, se establece la posibilidad de que cualquiera de las partes pueda instar a la otra a la celebración de consultas al respecto.

El segundo de los aspectos previstos para el cual se establece, también, la posibilidad de que cualquiera de los firmantes pueda solicitar la celebración de consultas, es el relativo al cambio en las condiciones de mercado o en la legislación. En especial, se hace referencia a la definición de «leyes o regulaciones» contemplada por la Cláusula 1.1,h) del propio MOU.

Finalmente, se recoge una fórmula «abierta» en virtud de la cual podrán convocarse consultas cuando se produzca cualquier desarrollo que haga necesario o aconsejable la modificación o ampliación del contenido del MOU, a los efectos de asegurar que se logren sus objetivos.

H) Gastos

Siempre que la Autoridad Solicitada fuera a incurrir en unos gastos sustanciales como consecuencia de la respuesta a una solicitud de información en aplicación del MOU, las partes alcanzarán un acuerdo sobre su reparto antes de proceder a cumplimentar la solicitud. Evidentemente, cabe plantearse la duda acerca del significado del término «sustancial». Ahora bien, lo importante de esta sección es que cuando los gastos pudieran rebasar un nivel razonable, los firmantes deberán ponerse de acuerdo en una fórmula para compartir los mismos.

7. CONCLUSIONES

Del análisis anterior se pone de manifiesto que el MOU tiene un contenido ciertamente amplio, cubriéndose por el mismo prácticamente todas las cuestiones relacionadas con la ordenación y supervisión de los mercados de valores, así como estableciéndose unos mecanismos precisos de intercambio de información y asistencia mutua en estas cuestiones. En este sentido, y sin olvidar que su naturaleza jurídica es inequívocamente la de una declaración de intenciones sin

fuerza de obligar, podría reconducirse a los MOUs englobados en el Tipo IV antes analizado.¹³⁹

En la perspectiva del ordenamiento jurídico español, pensamos que algunos de los problemas más destacados que plantea este MOU son los siguientes:

— en primer lugar, y como consideración general, abrigamos serias dudas de que el MOU no haya rebasado los límites de la habilitación legal conferida por el art. 90.2 LMV a la CNMV para colaborar con organismos de supervisión similares «intercambiando las informaciones pertinentes». Resulta evidente que este MOU va mucho más allá que el mero intercambio de información, englobadas bajo el concepto de «asistencia mutua».

— en segundo lugar, y relacionado con la cuestión específica de la ejecución de solicitudes de asistencia, la sección 4 de la Cláusula 3 plantea objeciones jurídicas que se nos antojan insalvables. Sin olvidar las competencias generales de supervisión, inspección y la potestad sancionadora que se confieren por el artículo 14 LMV a la CNMV, no puede olvidarse que el artículo 97 LMV atribuye asimismo a la CNMV la competencia instructora en materia de infracciones de las normas de ordenación y disciplina del mercados de valores. Por ello y por aplicación del principio general de indisponibilidad de la competencia, entendemos que las solicitudes que puedan formularse por la SEC en aplicación de la Cláusula 3, sección 4, apartado 6 (intervención directa de la Autoridad Solicitante) deberán rechazarse de plano. Aunque la mera asistencia física a tomas de declaración e inspecciones por parte de funcionarios de la SEC resulte difícilmente «digerible», no encontramos fundamento jurídico alguno que permita argumentar su ilegalidad. Por ello, entendemos que no habrá objeción alguna a que la CNMV invite a funcionarios de la SEC a participar en estas labores de investigación o instrucción.

— finalmente, respecto de la obligación de confidencialidad, no cabe duda de que se trata de una preocupación legítima y que nos parece obligada. Muchas de las investigaciones que se realizan no concluyen en la imposición de sanciones, ni siquiera, a veces, en la instrucción de un expediente sancionador; el daño que podría causarse a las personas o empresas investigadas podría ser irreparable. Ahora bien, para lograr una aplicación más eficaz de las respectivas legislaciones sobre mercados de valores, entendemos que podría resultar muy positivo que se conociera, al menos, que los organismos de supervisión de diferentes países colaboran estrechamente para lograr que, entre otras cosas, los infractores de las legislaciones sobre mercados de valores no puedan protegerse bajo las fronteras ajenas. En este sentido, cuando la investigación resulte en la imposición de sanciones, pensamos que deberían arbitrarse los oportunos mecanismos para que, siempre con el más riguroso respeto de los derechos fundamentales, se

¹³⁹ Reiteramos la salvedad de la naturaleza jurídica no vinculante del MOU español.

logre la necesaria publicidad para que las sanciones tengan el efecto *ad terrorem* o disuasorio perseguido.

VI CONCLUSIÓN

Los MOUs han surgido como una respuesta al fenómeno de globalización de los mercados de valores, en el que tienen su origen. Con la creciente complejidad de los problemas que trae consigo esta globalización, las respuestas unilaterales a éstos han perdido toda efectividad. Una de las posibles soluciones pasa por incrementar la colaboración internacional entre los diferentes organismos de supervisión existentes, sin perjuicio de impulsar las iniciativas armonizadoras como las que se llevan a cabo desde IOSCO o por la Comunidad Europea. Las autoridades de nuestro país han tomado plena conciencia del impacto del proceso de globalización sobre la ordenación de nuestros mercados de valores y de la competitividad internacional de los mismos. En este sentido, y través de la CNMV, España participa activamente en las iniciativas de IOSCO.¹⁴⁰

En esta perspectiva, entendemos que los MOUs representan una magnífica iniciativa que, bajo los auspicios de IOSCO y el impulso internacional de la SEC, viene generalizándose de forma creciente. El MOU CNMV-SEC es, en este sentido, un paso muy positivo para dotar a los mercados de valores en España de una mayor transparencia, agilidad y eficacia, lo que redundara, en definitiva, en una mayor competitividad de los mismos.

Pero si bien es cierto que una de las características actuales de la Administración económica es la necesaria flexibilidad en su actuación y la obligada superación de muchos esquemas formales, de lo cual es un claro exponente el MOU, esta flexibilidad y elusión de las formas «no puede reducir las garantías de los ciudadanos, ni la aplicación sustantiva del principio de legalidad que en muchas ocasiones aquéllas salvaguardan».¹⁴¹ En efecto, la Administración debe someterse a la ley y al Derecho, sirviendo con objetividad a los intereses generales (art. 103.1 Const. española). Por todo ello, pensamos que deben ser motivo de una seria reflexión aquellas disposiciones contenidas en el MOU y ya comentadas anteriormente que ponen precisamente en peligro estos objetivos primordiales.

¹⁴⁰ En la actualidad, la CNMV es miembro de pleno derecho del Comité Técnico de IOSCO, en donde participa además en todos los grupos de trabajo. Finalmente, la CNMV ostenta la Presidencia del Comité Europeo y es asimismo miembro del Comité Ejecutivo de IOSCO.

¹⁴¹ S. MARTÍN-RETORTILLO, *Derecho Administrativo Económico*, vol. I, Madrid 1991, p. 60.

De alguna forma, la necesaria respuesta se encuentra en el delicado equilibrio entre estas necesidades y objetivos. El MOU es una buena respuesta siempre que su contenido contribuya a reforzar la competitividad de nuestros mercados de valores sin menoscabar los derechos constitucionales que se reconocen y garantizan a todos los ciudadanos por nuestro ordenamiento jurídico. En este sentido, sorprende que España haya suscrito sus primeros MOUs con organismos de supervisión de países no comunitarios¹⁴² cuando parecería más lógico que, junto al proceso de armonización legislativo emprendido por la Comunidad Europea, se impulsara igualmente una colaboración real entre los organismos de supervisión de los Estados miembros.¹⁴³ Por ello, pensamos que la formalización de MOUs entre estos organismos sería no sólo una contribución positiva hacia la consecución de una Europa única del mercado de capitales, sino también un medio idóneo para que España pudiera retener mayores competencias de supervisión y sanción sobre sus mercados nacionales.¹⁴⁴

¹⁴² Además del MOU con la SEC, la CNMV suscribió en 1991 un documento de similares características con la «Commodities and Futures Trading Commission» (CFTC) y tiene acuerdos similares con sus homólogos de Argentina y Chile.

¹⁴³ Si bien es cierto que el articulado de la práctica totalidad de las Directivas comunitarias sobre mercados de valores recogen el principio de colaboración e intercambio de información entre los diferentes organismos de supervisión de los Estados miembros, los mecanismos prácticos y procedimientos formales sobre los cuales se construye esta colaboración e intercambio no están precisados, por lo que entendemos que deben concretarse en un acuerdo de tipo MOU.

¹⁴⁴ Con la predominancia del principio del «país de origen» (*home country control*) en el Derecho comunitario del mercado de valores y el hecho de que España sea un país predominantemente receptor de capitales, se plantea el problema del control real que tendrá la CNMV en un futuro inmediato sobre numerosas cuestiones relacionadas con sus competencias. Para una discusión de las implicaciones de este problema, pueden verse VAN CAYSELE & HEREMANS, «Legal principles of financial market integration in 1992: an economic analysis», *Int. Rev. L. & Econ.*, vol. 11 (1991) p. 83.