

## Las limitaciones de los mecanismos de aproximación jurídica para el diseño de la nueva arquitectura financiera internacional

María Laura Patiño\*

### RESUMEN

A nivel internacional existe consenso respecto a la importancia que tiene el marco institucional para el funcionamiento eficiente del sistema financiero y para la generación de incentivos correctos para mantener la disciplina de mercado. Por eso mismo, durante los últimos diez años, se ha estado discutiendo, especialmente a nivel técnico, respecto de las condiciones de una nueva arquitectura financiera internacional que se ajuste a la realidad de un sistema financiero globalizado; y se han generado políticas, lineamientos y mínimos estándares para los sistemas financieros que han sido recogidos fundamentalmente por normas informales conocidas como *softlaw* y por órganos igualmente informales.

La Declaración de la Cumbre del G20 en Washington de noviembre de 2008 estableció cinco principios comunes para reforma del sistema financiero que deben ser considerados en esta nueva arquitectura, a la que se puede definir como "el establecimiento e implementación, a nivel nacional e internacional, de reglas, principios y arreglos institucionales que aseguren la estabilidad del sistema financiero internacional, previniendo las crisis y estableciendo los mecanismos institucionales para enfrentarlas o mitigarlas".

Sin embargo de esto, no existe una conciencia clara de que el problema de la nueva arquitectura financiera internacional es un problema ante todo jurídico: los órganos informales creados y el *softlaw* son insuficientes para crear las condiciones necesarias para asegurar el obligatorio cumplimiento y la aplicación general de este marco de regulación financiera global. Además, el principio de la soberanía de los Estados, base de los ordenamientos y sistemas jurídicos actuales, de naturaleza fundamentalmente nacional, y norma fundamental para las relaciones entre Estados, en el Derecho público internacional, vuelve compleja

\* Ex asesora legal para el canje de la deuda comercial por Bonos Brady (1994); ex directora jurídica de Crédito Público del Ministerio de Finanzas; ex asesora legal del Banco Central del Ecuador, Banco Continental, Citibank N.A. y AGD. Docente de la asignatura Derecho de los Mercados Financieros Internacionales y de Regulación Financiera, Universidad Andina Simón Bolívar, UDLA y EPN.

y demorada la creación de un nuevo sistema de gobernanza global que viabilice esta nueva arquitectura financiera internacional y permita devolver rápidamente la confianza perdida y la estabilidad de este nuevo sistema financiero global.

**PALABRAS CLAVE:** crisis financiera internacional, globalización, soberanía, regulación financiera, derecho financiero, transparencia, marco institucional, cooperación internacional, arbitraje de jurisdicciones.

#### ABSTRACT

There is an international consensus on the importance of an institutional framework for the efficient working of the financial system and the generation of the right incentives for maintaining market discipline. Therefore, during the last ten years there have been discussions, especially at the technical level, on the conditions for a new international financial architecture that adjusts to a global financial system. They have generated policies, guidelines and minimum standards for financial systems that are contained basically in informal standards known as "soft law" and by organizations that are also informal.

The Declaration of the G20 Summit Meeting in Washington in November 2008, established five common principles for reforming the financial system that should be considered in this new architecture and which may be defined as, "the establishment and implementation at the national and international level of rules, principles and institutional arrangements that ensure the stability of the international financial system, prevent crises and establish institutional mechanisms for confronting or mitigating them."

However, there is no clear awareness that the problem with the new international financial architecture is, above all, a legal problem. The informal organizations created and *softlaw* are insufficient to create the conditions necessary to ensure mandatory compliance and general application of this institutional arrangements framework and global financial regulation. Furthermore, the principle of the states sovereignty, the basis for current laws and legal systems which are fundamentally national and a fundamental standard for the relationships among states in international public law, becomes complex and delays the creation of a new global governing system that would make this new international financial architecture viable and allow a quick return to the trust lost and stability of this new global financial system.

**KEY WORDS:** financial regulation, international financial crisis, globalisation, financial law, Transparency, sovereignty, international cooperation, jurisdictional arbitration.

## EL ORIGEN Y DESARROLLO DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL 2007-2009

“Será difícil que el comercio y la manufactura florezcan en un Estado que no goce de una regular administración de justicia, en el cual los ciudadanos no se sientan seguros en la posesión de su propiedad, en el que la confianza en los contratos no se sujete a la ley y en la que la autoridad estatal no se suponga exigir el pago de las deudas de todos aquellos que puedan pagar. El comercio y la manufactura, en definitiva, no podrán florecer en un Estado en el que no exista cierto grado de confianza en el gobierno de la justicia.”

Adam Smith, *La Riqueza de las Naciones*,  
citado por Rodrik, Subramanian y Trebbi, 2002.

### LOS VALORES “SUBPRIME” Y LOS CRÉDITOS “NINJA”

**S**i hay algo que se recordará en el futuro, respecto de esta crisis financiera internacional, es la crítica a los créditos inmobiliarios hipotecarios denominados NINJA<sup>1</sup> para la adquisición de viviendas o inclusive para el o los refinanciamientos de créditos hipotecarios que se concedieron con amplia liberalidad a deudores que no tenían suficiente capacidad de pago o adecuadas garantías. La crisis generalizada que afectó a buena parte del sistema financiero norteamericano, por el incumplimiento masivo y mora de buena parte de estos deudores NINJA, se evidenció al momento de la caída de los precios de casas y bienes inmuebles que respaldaban estas mismas operaciones de crédito.

Hasta finales de los años 90, desde la introducción de los “principios de Basilea I”,<sup>2</sup> las reglas fundamentales para el otorgamiento de préstamos a los clientes bancarios y de otras instituciones financieras se basaban en una calificación estricta de la calidad del deudor (el “sujeto de crédito”), en función tanto de su historial de cumplimiento de obligaciones, de su capacidad de pago, de los bienes que podían servir como garantía, de sus antecedentes e historia como deudor, entre otros aspectos, que eran analizados con lupa por los “oficiales de crédito” de los bancos antes de resolver sobre su concesión.

---

1. NINJA por sus iniciales en inglés: “No income, no job or assets loans”, esto es, “préstamos a deudores sin ingresos, sin trabajo o sin activos-bienes”.

2. El origen y naturaleza de Basilea se lo explicará después al revisar el origen de la “cultura de aversión del riesgo de los mercados financieros internacionales” en el título ¿Puede existir un sistema de regulación basado en el softlaw? EL PRINCIPIO DE MEJORAMIENTO DE LA REGULACIÓN FINANCIERA de este trabajo.

A base de esta regla de oro y prudencia que rige actualmente los mercados financieros, relacionada con la obligación de que un banco debe “adecuar su capital en función del riesgo”,<sup>3</sup> en principio puede afirmarse que los créditos NINJA no debieron concederse, a menos que los bancos hubieran estado dispuestos a mantener provisiones de su capital por el 100% de los montos de otorgamiento de estos créditos, de lo contrario automáticamente debieron haber limitado sustancialmente los montos de otorgamiento de créditos NINJA o desincentivado su otorgamiento, dada la naturaleza finita de los capitales de que disponen las instituciones financieras para cubrir estos riesgos.<sup>4</sup>

Cabe preguntarse entonces ¿cómo, bajo estas restricciones de acceso al crédito en función de su baja calificación, fue posible que se generalizaran estos créditos NINJA, hasta tal punto de generar el “terremoto” financiero actual? Al caer generalizadamente los precios de los inmuebles<sup>5</sup> se evidenciaron grandes pérdidas en los mayores bancos comerciales y de inversión del mundo. Estas pérdidas han quebrado a muchos de estos bancos, obligándolos ya sea a cerrar sus puertas<sup>6</sup> o a buscar recursos y capital fresco, incluso a través de líneas extraordinarias de los propios Estados.<sup>7</sup> Es justamente este círculo vicioso el que ha dado origen al profundo deterioro de la economía mundial, que muchos vislumbran como el inicio de una recesión económica de incalculables consecuencias y resultados.<sup>8</sup>

Este tipo de operaciones no hubiera sido posible realizar si el desarrollo de los mercados financieros no se hubiera sofisticado tanto, a través de la creación y utilización de múltiples instrumentos denominados de “innovación” financiera, especial-

- 
3. En el Ecuador se conoce esta técnica como “cálculo del patrimonio técnico”, que no es más que exigir que un banco deba realizar provisiones, con cargo a su capital, en función a la “calidad” de riesgo del deudor; así un deudor con una buena calificación (A) no requiere provisión, mientras que conforme desmejore esta calificación el banco está obligado a incrementar su provisión hasta llegar al 100% (calificación E). Esta regulación financiera, denominada “prudencial”, pretende asegurar que los bancos tengan un respaldo mínimo para el caso de incumplimiento de un deudor, basado en el propio capital, a la vez que desincentivan el otorgamiento de créditos a malos deudores.
  4. La naturaleza misma del negocio bancario hace que no sea rentable para estos mantener recursos congelados, que es el efecto automático de la creación de una provisión de capital.
  5. A esta caída sustancial de precios de las viviendas se la denomina en jerga financiera como el “reviente de la burbuja inmobiliaria”.
  6. Como el caso del banco de inversión Lehman Brothers, uno de los más importantes.
  7. Lo cual también es excepcional, teniendo en cuenta las culturas de “mínima intervención del Estado en la economía que caracterizan a los países de mayor desarrollo económico, como los EE.UU., los de la Unión Europea y en general, los del G8.
  8. Ver cuadro al final de este artículo, extraído del *Financial Times*, 1 de abril de 2009, donde se revisan los indicadores económicos más importantes de los 20 países del G20. Por sus características “globales” esta crisis es comparable con la Gran Depresión de los años 30. Así mismo es la primera vez, desde la Segunda Guerra Mundial, que se está reduciendo el tamaño de los mercados comerciales, mercados que han sido el motor del crecimiento mundial.

mente las titularizaciones y los instrumentos derivados de crédito, en este último caso, especialmente los denominados CDS (Credit default swaps). Tampoco se habría extendido y ampliado el negocio alrededor de estos créditos NINJA, de no haberse profundizado la “globalización financiera” especialmente durante la última década. Sobre estos temas se darán mayores explicaciones posteriormente.<sup>9</sup>

Estas operaciones y extensión de los créditos NINJA se generalizaron fundamentalmente en los países del G8, inicialmente en los Estados Unidos de Norteamérica y en algunos países europeos, pero posteriormente, dadas las facilidades para “titularizar” esta cartera de préstamos que brindaban los mercados financieros “globales”, el mismo mecanismo se fue extendiendo y generalizando a nivel internacional, en mayor o menor medida, en función de la mayor o menor sofisticación y profundidad de los distintos mercados financieros. Así, la crisis fue “contagiada” fundamentalmente a los países de economías más desarrolladas, que eran justamente aquellos donde estos mercados financieros más sofisticados se habían generalizado y donde era más fácil o incluso posible implementar estas operaciones y acceder a estas fuentes de financiamiento “globales”.

---

9. Sobre el desarrollo del proceso de globalización de los mercados financieros y sus efectos existen múltiples artículos que incluyen análisis respecto al impacto que puede tener el “marco institucional y legal” en la eficiencia de su funcionamiento; ver especialmente Dani Rodrik, Arvind Subramanian y Francesco Trebbi, “Institutions rule: the primacy of institutions over geography and integration in economic development”, en *National Bureau of Economic Research*, octubre de 2002, <http://www.nber.org/papers/w9305.pdf>, y Raghuram G. Rajan, “Has Financial Development made the World Riskier?”, 2005, <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2005/PDF/Rajan2005.pdf>. Ver también análisis respecto a la estabilidad de los mercados y la potencial evolución de una crisis en Augusto de la Torre, Eduardo Levy-Yayati y Sergio Schmukler, “Financial Globalization: Unequal Blessings” (october 7, 2002), <http://ssrn.com/abstract=340600> or DOI: 10.2139/ssrn.34, 200, Levy-Yayati y Schmukler, “Financial Globalization: Unequal Blessings”, october 7, 2002; M. Ayhan Kose, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff y Shang-Jin We, “Financial Globalization and Economic Policies”, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff y Shang-Jin We, “Financial Globalization and Economic Policies”, en *Global Working Papers*, No. 31, Brookings Institution Press, 2009; y Manuel Guitián, Varela y coords., 2000. En el libro de Rosa M. Lastra, Henry Schiffman y otros, *Bank Failures and Bank Insolvency Law in Economies in Transition*, además de proporcionar amplias descripciones sobre las experiencias de las crisis financieras de los países emergentes de finales de los años 90, incluyendo las de los países del sudeste asiático, se revisan especialmente las debilidades del marco institucional y legal que sustentaban los pilares de la red de seguridad financiera en esos países. También es importante revisar los efectos en los mercados de capitales de la región latinoamericana del proceso de globalización en Augusto de la Torre y Sergio L. Schmukler, *Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience*, Washington DC, The World Bank Stanford University Press, 2006.

## LA TITULARIZACIÓN COMO ORIGEN DE LOS INSTRUMENTOS “SUBPRIME”; EL USO DE “CREDIT DEFAULT SWAPS” (CDS) Y LOS HEDGE FUNDS

La técnica bancaria para poder continuar prestando a deudores de alto riesgo, sin que las instituciones financieras, otorgantes de estos créditos,<sup>10</sup> tuvieran que afectar sustancialmente su capital a través de estas “provisiones”, era la de “vender” esta cartera de alto riesgo a terceros con algún descuento, para recuperar inmediatamente los recursos prestados, pero sobre todo para dejar de estar obligados a “ajustar el capital en función al riesgo”, esto es, mantener congelados recursos del capital para cubrir el alto riesgo que corrían.

Los “terceros”, sin embargo, podían ser otras instituciones financieras o comerciales, especializadas en gestión de cartera y cobranzas; pero también incluir compañías locales o ubicadas en otros países (compañías off-shore), fideicomisos, fondos y cualquier vehículo legal permitido por la ley del país en que se constituían, *conformados, muchas veces, por los propios otorgantes de estos créditos*, para este fin específico (a los que se denomina como “vehículos de propósito especial” en forma general).<sup>11</sup>

Esta venta de cartera se podía hacer a terceros, expertos en negocios de cobranzas de este tipo; pero también a “vehículos de propósito especial”, tales como fideicomisos, compañías offshore y otros similares, lo que permitía que el otorgante del crédito se “desentendiera” del resultado final de recuperación de esa cartera “pesada”, y sobre todo, permitiéndole liberar las provisiones del capital para continuar prestando a otros deudores. Luego se repetía el mismo proceso, se volvía a vender la nueva cartera y se recuperaban los recursos para seguir prestando, procedimiento que obviamente estaba generando altísimas ganancias para las instituciones financieras y un aparente crecimiento económico sostenido, basado en la capacidad de compra de propiedades inmobiliarias que tenía la mayor parte de la población de estos países, gracias a estas líneas de financiamiento inmobiliario extraordinarias.

---

10. Fundamentalmente bancos comerciales y cualquier tipo de entidad financiera que otorgue legalmente créditos comerciales (mutualistas, cooperativas, vehículos especiales); aunque esto puede variar en función de la legislación aplicable en cada país (“jurisdicción”).

11. En las crisis financieras de muchos de los países emergentes en los años 90, así como en la propia crisis financiera ecuatoriana, la técnica de “trasladar” activos malos o vinculados a vehículos de propósito especial fue fundamental para alterar la realidad del resultado económico de los balances de muchas de las instituciones que posteriormente tuvieron que cerrarse. Ver María Laura Patiño, “Lessons of the Financial Crisis in Ecuador 1999”, en *Journal of International Banking Regulation*, 3, No. 1, Henry Stewart Publications, julio-septiembre 2001. No hay mucha diferencia respecto a la “técnica” de aislamiento del riesgo empleada por estos países emergentes que ha sido profundamente cuestionada y considerada como una de las causas fundamentales de esas crisis y esta “técnica” de las instituciones financieras de países desarrollados.

La mayor demanda de vivienda fue justamente la causa por la que subieron sustancialmente los precios de estos inmuebles; lo que a su vez permitía que el monto de crédito que se otorgaba se elevara igualmente, a base del “precio” del inmueble que servía como garantía al mismo crédito.

Por otra parte, este proceso permitía también seguir ampliando la base de clientes de crédito de los bancos, por lo que luego de que los mejores clientes habían sido atendidos, para continuar haciendo negocio, los bancos estaban cada vez más dispuestos a continuar prestando a clientes con menor calidad crediticia, hasta que llegaron al mínimo nivel, que son justamente los denominados NINJAS.

Sin embargo, este proceso en espiral requería que “alguien” estuviera dispuesto a pagar el precio de esa cartera con recursos en efectivo. Para ello, era necesario volverlos más atractivos, adornándolos con otras características y especialmente “mejorando” su calificación de riesgo, puesto que mientras mayor fuera tal calificación, mayor sería el precio que estarían dispuestos a poner los potenciales “inversionistas” y atraería a mayor número de inversionistas.

Para ello se utilizaba el denominado proceso de titularización, considerado inclusive como “buenas prácticas” en Basilea II.<sup>12</sup> La titularización implica pasos adicionales a los de simplemente transferir la cartera a un fideicomiso o a cualquier otro vehículo que se utilizara: era necesario agregar al vehículo algún tipo de cobertura adicional de riesgo, por ejemplo, mayor cantidad de cartera que el valor nominal de la emisión que cubriera los potenciales incumplimientos de deudores de la cartera que se aportaba al fideicomiso.<sup>13</sup>

La titularización se produce cuando se genera un valor de libre circulación para venderlo en las bolsas de valores, con el respaldo de la “cartera subyacente”, esto es la cartera aportada al vehículo. Mientras más activa sea una bolsa de valores y más participantes tenga, más liquidez tiene este papel (el valor); y, además, su negociación “pública” en las bolsas otorga al adquirente información adicional y mayor “transparencia” respecto a la calificación del papel, a través del precio que los demás participantes del mercado están dispuestos a pagar.

Para mejorar esta calificación de riesgo se empleaban, a su vez, algunas alternativas, entre otras el uso de la “sobrecolateralización” –aportar más cartera en valor

---

12. Ver Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, “Convergencia internacional de medidas y normas de capital (marco revisado junio 2006-versión integral)”, Banco de Pagos Internacional, 2006, pp. 134 y ss. En esta traducción de Basilea II se refieren a la titularización (“securitization” en inglés) como la “titulación”.

13. En el Ecuador, por la falta de sofisticación del mercado y por las limitaciones de “coberturas de riesgos” disponibles, se tiende a confundir la titularización con el mero aporte de cartera u otros activos a un fideicomiso; sin embargo, la característica fundamental de las titularizaciones “securitization” es justamente que, a través de este proceso, se mejore la calificación de riesgo del valor producto del proceso de titularización.

nominal al fideicomiso que el monto total del valor de los valores producto de la titularización— pero conforme los mercados financieros se volvían más líquidos y “sofisticados”, se generalizaba para estos propósitos la utilización de instrumentos derivados financieros, especialmente los CDS o “swaps de riesgo de crédito” que se negociaban y vendían ampliamente en el mercado financiero “global”, derivados emitidos fundamentalmente por los denominados “fondos de cobertura de riesgo” o “hedge funds”.

Los “hedge funds”<sup>14</sup> que se dedican fundamentalmente a negociaciones de alto riesgo y por tanto de alto rendimiento también, incluyen entre sus actividades justamente la compra y venta de múltiples instrumentos financieros “derivados”, entre otros los CDS.<sup>15</sup> Sin embargo, estos “fondos de cobertura de riesgo”, en muchos casos, no son más que otros “vehículos de propósito especial” que no se sujetaban a ningún tipo de regulación (al menos hasta el año 2008) o licenciamiento, con lo que es difícil identificar con precisión sus inversionistas. En muchos casos estos inversionistas podía tener vinculación directa o indirecta con los otorgantes del crédito, inclusive ser los “prestamistas” de estos vehículos de propósito especial. Nótese que cuando comienzan a quebrar también los “hedge funds”, los préstamos concedidos por las instituciones financieras vinculadas tampoco fueron pagados, constituyéndose en otra fuente de grandes pérdidas para muchas IFIs.

El uso de estos instrumentos “derivados” constituía una “transacción financiera” independiente, a través de la que se “vendía” el “riesgo de crédito” del deudor NINJA a un tercero, generalmente otra institución financiera o los denominados “hedge funds” (fondos de cobertura de riesgos). Jurídicamente también se lo debe ver como un “contrato independiente”, distinto a la figura jurídica de una “garantía o aval”.<sup>16</sup>

---

14. Es más común en español el uso de este término en inglés.

15. Existen múltiples análisis y críticas que se han realizado recientemente sobre CDS, desde varios puntos de vista, inclusive cuestionando la “fórmula matemática” para medir el riesgo de crédito vinculado a la estructuración de este derivado. Ver por ejemplo Rakesh Saxena, “Great Depression Not Imminent, But Inevitable”, en *Seeking Alpha*, 17 de diciembre de 2008, [http://seekingalpha.com/article/111208-great-depression-not-imminent-but-inevitable?source=article\\_lb\\_articles](http://seekingalpha.com/article/111208-great-depression-not-imminent-but-inevitable?source=article_lb_articles); Felix Salmon, “The Formula That Killed Wall Street”, *Condé Nast Portfolio.Com*, 3 de marzo de 2009, <http://www.portfolio.com/business-news/2009/03/03/Formula-That-Killed-Wall-Street>; George Soros, “The game changer”, en *Financial Times*, 28 de enero de 2009.

16. No se puede equiparar estos CDS a un “aval” o “garantía” toda vez que los contratos correspondientes en este último caso son contratos “accesorios” que dejan de existir al momento en que el contrato principal desaparece. Mientras tanto, los CDS, por tratarse de un contrato independiente pueden ser negociados, vendidos o cedidos, aun cuando el contrato principal haya terminado o desaparecido. Sin embargo el efecto que deben cumplir estos CDS, de haberse estructurado adecuadamente la operación, es justamente el mismo que cumple un contrato de garantía: “garantizar” el cumplimiento de las obligaciones de los deudores de la cartera subyacente para el caso de falta de pago.

La característica de su libre circulación por las bolsas de valores y la calificación “superior” que recibía por parte de una calificadoras de riesgos, eran justamente los elementos que volvían más atractivo al valor SUBPRIME, mejorando el precio que pagaban los inversionistas, y por tanto reduciendo el rendimiento que recibían. Esto es inconsistente con el alto riesgo que enfrentaban estos inversionistas, el que se disfrazaba a través de estas complejas estructuras jurídicas,<sup>17</sup> lo que permitía una sobrevaloración de estos “instrumentos” en los mercados, razón por la que inclusive se los ha comenzado a denominar, en la jerga financiera, con el nombre de basura o “papel tóxico”.<sup>18</sup>

Sin embargo, como lo hacía notar ya un alto funcionario del FMI en septiembre de 2007, pese a que esta herramienta había permitido que los bancos extrajeran estos activos “riesgosos” de sus balances, nada impedía que estos pudieran regresar de forma inesperada, afectando directamente los resultados de tales instituciones.<sup>19</sup>

Por ejemplo, fue justamente este tipo de “regreso al balance” el que provocó la caída de Bear Sterns en marzo de 2008: cuando los “inversionistas” en dos “hedge funds” que se habían dedicado a titularizar cartera “subprime” y “NINJA” originada en Bear Sterns perdieron la confianza en la recuperación de su inversión, para proteger su reputación y credibilidad ante otros clientes, la misma institución que “generó” estos vehículos especiales, se vio obligada a asumir el fuerte pago de una redención anticipada de estos títulos. Esto redujo sus fondos líquidos, por lo que tuvo que acudir a una fusión con Bank of America. La misma pérdida de confianza se repitió en prácticamente todas las instituciones financieras y tal como Lipsky<sup>20</sup> lo había predicho, el riesgo se volvió sistémico y dio origen a la actual crisis financiera.

---

17. Un inversionista normalmente exige, que, a través del rendimiento que se le pague, se le compense adecuadamente por el riesgo que está corriendo; sin embargo, en este caso, por la naturaleza misma de la titularización, el real riesgo que estaba corriendo quedaba sepultado, por lo que probablemente en muchos casos estos inversionistas estaban recibiendo rendimientos por debajo del que debían recibir y que no compensaban equitativamente el riesgo que estaban corriendo. Correlativamente, el “vendedor” de la cartera (la misma institución financiera que otorgó el crédito o intermediarios financieros, brokers, agentes, etc.) finalmente recibía un precio mayor a aquel que correspondía, si se hubiera transparentado adecuadamente el riesgo de la “cartera subyacente” y de los deudores NINJAS. Por último, las empresas “calificadoras de riesgo” que le servían de referencia al inversionista tampoco asentaban en su calificación la real naturaleza del riesgo que enfrentaban al comprar estos valores.

18. Ver por ejemplo, Hernando de Soto, “Papel tóxico”, en *Newsweek en español*, 2 de marzo de 2009, en inglés se ha generalizado en múltiples artículos el uso de “toxic waste”. Ver también Kenneth Rogoff, “Brave new financial world”, *European Voice*, 3 de marzo de 2009, <http://www.europeanvoice.com/article/2009/03/brave-new-financial-world/64469.aspx>

19. John Lipsky, “Through the Looking Glass: The Links Between Financial Globalization and Systemic Risk”, *Conferencia Conjunta del FMI y de la Reserva Federal de Chicago, septiembre 2007*, Chicago, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2007/092707.htm>, 2007.

20. *Ibid.*

La transparencia natural que debía regir el funcionamiento de las bolsas de valores, donde se negociaban estos “títulos”, se ha visto seriamente afectada por los perjuicios que muchos de estos “compradores”/inversionistas han sufrido al adquirir estos títulos, denominados “instrumentos” o valores SUBPRIME.<sup>21</sup> Y esto a su vez ha incidido en la pérdida de confianza en el funcionamiento de las bolsas de valores, institución fundamental para el funcionamiento de mercados financieros desarrollados y globales.<sup>22</sup>

Finalmente, nótese que la técnica de la “titularización” no se restringió únicamente a la cartera de préstamos de las instituciones financieras (“IFIS”), cartera que incluyó tanto la NINJA como otra que también generó valores SUBPRIME, sino a todo tipo de activos susceptibles de generar un flujo para repagar el valor negociable. Además, dada la flexibilidad que puede tener una estructura de titularización, pueden existir múltiples formas de obtener similares resultados a los descritos en este acápite, utilizando distintos vehículos para el mismo propósito especial u otras técnicas de cobertura de riesgo. Por este motivo, sin un análisis de riesgo integral que profundice al menos en las características y calificación de la cartera subyacente; la estructura legal y financiera, y un conocimiento especializado de los mercados financieros, es difícil distinguir entre la “basura tóxica” y otros instrumentos financieros más fiables. Como se explicará después, la complejidad “jurídica” de estos instrumentos incide negativamente en la “transparencia” de la información en el mercado financiero en su conjunto, que es fundamental para su estabilidad.

### **EL ORIGEN DE LA EXPANSIÓN DEL CRÉDITO INMOBILIARIO: EL MANTENIMIENTO DE LAS TASAS DE INTERÉS BAJAS POR PARTE DE LA RESERVA FEDERAL NORTEAMERICANA**

Otro de los elementos que, según muchos analistas económicos, distorsionó el funcionamiento del mercado financiero y aportó definitivamente a la creación de la burbuja del sector inmobiliario y financiero fue el mantenimiento de una política monetaria “expansiva”, impulsada por el Banco Federal de la Reserva Americana (el banco central de los Estados Unidos) a cargo del señor Alan Greenspan hasta el año de 2005.

---

21. La denominación de “subprime” se generalizó al hacer referencia justamente a deudores con calificaciones de riesgo inferiores (como los NINJA). Sin embargo, cada uno de estos valores adoptaba diferentes nombres “complicados y sofisticados” relacionados con el origen y/o la estructura del “producto financiero”; o inclusive meramente orientados a su mercadeo.

22. La importancia y credibilidad que tienen los mercados de valores desarrollados tiene un peso fundamental para asegurar la estabilidad de los mercados financieros en general. Esto no se puede comparar en países en desarrollo, con mercados de valores incipientes, donde su influencia es mínima.

A Greenspan se le cuestiona el haber sostenido una tasa de interés demasiado baja para mantener la confianza en la economía norteamericana, pese a evidentes problemas económicos vinculados con un gran déficit fiscal y con el deterioro de indicadores económicos fundamentales. Este exceso de liquidez incentivó, a su vez, la aceleración del proceso de desarrollo e innovación financiera, descrito en los acápites anteriores, y viabilizó la expansión sin límites del crédito inmobiliario.

Muchos expertos consideran que sin esta política monetaria expansiva, se hubiera iniciado desde mucho antes un proceso anticíclico que hubiera evitado la excesiva expansión de la burbuja económica e inmobiliaria, que explotó a partir de 2007, cuando comenzaron a caer los precios del sector inmobiliario y se inició el proceso de deterioro de la cartera NINJA y activos SUBPRIME.

Y no es que no existía conciencia respecto de los grandes riesgos que se corrían al extender el período procíclico económico más de lo conveniente técnicamente, impulsando el crecimiento de la burbuja económica. Vale mencionar que tan temprano como agosto de 2005, Raghuram G. Rajan, conocido profesor de la Universidad de Chicago, consejero económico y asesor del Departamento de Investigación del Fondo Monetario Internacional, precisamente en la tradicional reunión anual de economistas expertos de Jackson Hole donde se despedía con honores a Alan Greenspan de su cargo de la Reserva Federal, hizo una presentación donde cuestionaba esta política monetaria expansiva y hacía reflexionar respecto a los grandes riesgos que estos desarrollos financieros acelerados traían para el mundo en general.<sup>23</sup> Evidentemente, como lo recordaba el Wall Street Journal a principios de 2009,<sup>24</sup> esto no le trajo mucha popularidad entre los asistentes, sobre todo porque en 2005 el mundo económico y financiero festejaba (todavía) el gran éxito de la gestión del señor Greenspan que había logrado mantener un crecimiento económico sostenido, pese a todos los desbalances de la economía norteamericana, entre otros, los vinculados con el 9/11 y la segunda guerra de Irak.

De esta forma la capacidad de crecimiento económico se sostenía justamente con la creación de crédito adicional que como se explicó, cubría inclusive segmentos de deudores que en otras condiciones no habrían sido atendidos al mismo ritmo; que a su vez servía para impulsar la subida de precios de las casas y viviendas; y que mantenía en forma artificial el nivel de consumo de los norteamericanos, fundamentalmente, inclusive, por encima de sus reales capacidades de endeudamiento.

---

23. Existen innumerables artículos y análisis críticos sobre esta política monetaria. Ver por ejemplo Raghuram G. Rajan, "Has Financial Development made the World Riskier?"; ver también "Fed unleashes greatest bubble of all", de John Kemp, en: <http://blogs.reuters.com/great-debate/2008/12/17/fed-unleashes-greatest-bubble-of-all/>

24. *Ignoring the Oracles*, enero 2, 2009, en: <http://online.wsj.com/article/SB123086154114948151.html>

Existe mucha discusión respecto a las razones que tuvo Greenspan y el Banco de la Reserva Federal para mantener esta política monetaria por un tiempo extendido, dando la oportunidad para que se generara esta “burbuja”; sin embargo, cabe notar que muchos consideran el factor “político” de interés para el gobierno de George W. Bush post septiembre 11 y la interferencia de intereses geopolíticos, como el mantenimiento de la guerra de Irak, como parte de las motivaciones que estuvieron detrás de esta medida económica, ahora tan cuestionada.

En otras palabras, se considera también que otra de las reglas de oro del funcionamiento de los mercados financieros, esto es la necesidad de asegurar la “independencia de los bancos centrales” para fijar una política monetaria acorde a los requerimientos técnicos, antes que a los intereses particulares de un gobierno de turno, fue violada ni más ni menos que por el banco central del país más poderoso del planeta. Y de paso, por el peso específico de la economía norteamericana, arrastró al resto del mundo a la actual crisis económica global.

El propio Alan Greenspan ha reconocido públicamente, a partir del año 2008, que los efectos de la medida adoptada pueden haber generado incentivos perversos, para el abuso que se ha detectado ahora, en relación con la irresponsable expansión del crédito y que los agentes financieros norteamericanos no actuaron con la disciplina que se esperaba de un mercado financiero tan desarrollado, justificando inclusive la necesidad de fortalecimiento de la regulación financiera.<sup>25</sup>

## LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

Buscar el origen de los actuales mercados financieros internacionales nos lleva a revisar el origen de los mecanismos de cooperación monetaria y financiera internacional, que surgen de los planes de John Maynard Keynes<sup>26</sup> y Harry Dexter White.<sup>27</sup> White y Keynes revisaron especialmente las malas experiencias económicas del período entre la Primera y Segunda Guerra Mundial, en relación con el efecto del Tratado de Versalles que produjo el colapso económico de Alemania; y, de algún modo la reducción del comercio internacional que, según ellos, incidió en la Gran Depresión de los años 30. Para evitar una afectación económica similar, ambos esti-

---

25. Ver por ejemplo la referencia de las declaraciones de Greenspan ante un comité del Congreso Norteamericano en *The New York Times*, “Greenspan concedes error on Regulation”, de octubre 24 de 2008, en: [http://www.nytimes.com/2008/10/24/business/economy/24panel.html?\\_r=2&8au=&oref=slogin&emc=au&pagewanted=print](http://www.nytimes.com/2008/10/24/business/economy/24panel.html?_r=2&8au=&oref=slogin&emc=au&pagewanted=print)

26. Economista reconocido, académico y asesor honorario para el Tesoro Británico entre julio de 1940 y el 21 de abril de 1946, la fecha de su muerte.

27. Secretario del Tesoro de los EE.UU. entre 1934 y 1946, a quien le tocó fundamentalmente enfrentar las consecuencias de la Primera Gran Depresión Económica de los años 30.

maban indispensable contar con un mecanismo de cooperación económica internacional. Son justamente ambos planes, elaborados en 1941 y 1942, respectivamente, los que sustentaron los acuerdos de Bretton Woods de 1943 que darían origen al Fondo Monetario Internacional y al Banco Mundial.<sup>28</sup>

Sin embargo, en 1947, cuando se constituyeron ambas organizaciones, no es el Banco Mundial el que disponía de los recursos financieros que requerían las economías destruidas por la Segunda Guerra Mundial (ganadoras y perdedoras) sino la “economía ganadora” que era la de los EE.UU. Y así se lo hace a través del denominado “Plan Marshall” que es el que canalizó el ahorro americano para este proceso de reconstrucción y desarrollo, lo que para muchos es el origen de los denominados “euromercados” o “mercados financieros internacionales”, puesto que estos recursos comenzaron a ser trasladados de un país a otro, sin mayor diferenciación. Cuando se completa el proceso de reconstrucción de la posguerra y se repagan los préstamos, se crean grandes fondos que se canalizan inicialmente a través del Banco Mundial, para financiar los “programas de desarrollo de los países en desarrollo” que requerían ingentes recursos para insertarse en el “mercado internacional”.

Morán García,<sup>29</sup> sin embargo, considera que no hay un antecedente histórico muy claro del nacimiento de los euromercados, el que lo coloca alrededor de 1957, cuando se inicia el proceso de “acumulación de activos financieros denominados en dólares en manos de instituciones financieras europeas” que dan origen al “Merchants Banks Market” de la “City” de Londres (el centro financiero tradicional hasta la fecha).

Cabe tomar nota de la definición que hace Morán García del término euromercado:

La expresión euromercado o mercado de eurodólares designó, en principio, el mercado de depósitos y créditos denominados en dólares americanos (US \$) existentes fuera de los Estados Unidos de América (EE.UU.). En suma, un eurodólar es un dólar común y corriente, depositado en una entidad financiera localizada fuera de los EE.UU. A estos efectos, es irrelevante la nacionalidad del depositante, que puede ser nacional de los EE.UU. o no, o del depositario, que puede perfectamente ser una sucursal en el extranjero de un banco norteamericano o de cualquier otro país. Lo importante es que el depósito esté localizado fuera del control de la autoridad financiera doméstica estadounidense.<sup>30</sup>

---

28. Ver este tema en Rosa M. Lastra, *Legal Foundations of International Monetary Stability*, capítulo 12, “History of International Monetary Cooperation”, pp. 345-356 en forma amplia.

29. Manuel Eduardo Morán García, *Derecho de los Mercados Financieros Internacionales*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2002.

30. *Ibid.*, p. 51.

Podemos decir que el “euromercado” al que hace referencia Morán García es aquel en el que fundamentalmente se recogen capitales financieros privados; mientras que la visión de Lastra es más amplia, y considera que tanto los capitales financieros privados como los “oficiales” que se canalizan a través de los “organismos multilaterales, bilaterales y gubernamentales” conforman este “mercado financiero internacional”.

Desde los orígenes de los “euromercados” hasta la presente fecha han transcurrido alrededor de 60 años, y es justamente en este período de tiempo, dado el acelerado desarrollo de las comunicaciones y la tecnología, así como la profundización de una “cooperación económica internacional” basada fundamentalmente en la apertura cada vez mayor del comercio internacional, cuando este mercado financiero internacional se profundiza, y su uso cada vez más se extiende para todos los fines: desde intereses estrictamente económicos, como el financiamiento del comercio internacional (la “globalización comercial”) y el financiamiento del desarrollo, pasando por objetivos especulativos (los “hedge funds” y los “fondos buitres” por ejemplo), terminando hasta en razones de dominación geopolítica a través del uso de los “fondos soberanos” que se los direcciona para conseguir aliados estratégicos políticos, comerciales y económicos.

El actual concepto de “globalización financiera” es por tanto inclusive mucho más amplio que el de mercados financieros internacionales, y se puede decir que esta “transformación” es producto fundamentalmente de las dos últimas décadas, cuando la tecnología y sobre todo el Internet, que aceleran las comunicaciones y abren la puerta a una fuente de información muy valiosa para las decisiones de los agentes financieros, han acelerado la creación de múltiples productos financieros cada vez más complejos y sofisticados. Esta “segunda generación” de mercados financieros internacionales se la comienza a conocer como “mercados financieros globales”.

Lo más importante de este desarrollo pragmático es que los participantes de estos “mercados financieros globales” son cada vez más heterogéneos, y por la falta de regulación formal e inclusive de un “ordenamiento jurídico formal”, como se explicará después, permite que participen como inversionistas y como deudores, indistintamente, desde Estados y sus instituciones públicas (los “soberanos”) sean estos desarrollados o “economías emergentes” (como se denomina a los países de mediano desarrollo a la fecha), organismos multilaterales, empresas y corporaciones multinacionales, grandes y pequeñas empresas domésticas, fondos de todo tipo: mutuos, de pensiones y “hedge funds”, inclusive personas naturales, sin discriminación alguna de nacionalidad, origen lícito o ilícito de los recursos y tampoco de los fines lícitos o ilícitos en que se proponga emplearlos.

Es en este campo supranacional de los “mercados financieros globales” cuando varias autoridades, personas, académicos y expertos de distintos países, desarrollados o no, comienzan a notar la “ausencia” de la regulación financiera suficiente para asegurar la estabilidad de estos mercados financieros globales, estabilidad que en el caso de los mercados financieros nacionales fue el objetivo y sustento fundamental de la estructura de regulación y supervisión financiera nacional.

Así, por ejemplo, la falta de transparencia y de control de los fondos de cobertura o “hedge funds”<sup>31</sup> fueron ampliamente cuestionados desde hace varios años por la señora Ángela Merkel, primera ministra de Alemania en reuniones del G8 de los años 2005 al 2008, donde exigió que se estableciera un marco de regulación y control sobre estos “hedge funds”. También el Procurador de Massachusetts, en el año 2006, intentó introducir ciertas normas de registro y control para los “hedge funds” en el Estado de Massachusetts, las que lamentablemente fueron dejadas sin efecto por la Corte de Justicia de los EE.UU., pocos meses después, ante el reclamo de múltiples instituciones financieras, vinculadas con estos procesos, en función de los principios de “desregulación financiera” (no intervención del Estado) que regían hasta recientemente el funcionamiento del sistema financiero norteamericano.

De una u otra forma, por razones fundamentalmente pragmáticas, se cerraba los ojos al origen de los recursos y a las limitaciones para establecer esta “regulación financiera formal”, dada la gran liquidez que estos “fondos de cobertura” proporcionaban a los sistemas financieros. Así, se veía más importante seguir impulsando el crecimiento económico de la economía norteamericana y a nivel mundial y seguir profundizando el proceso de globalización económica a través del crecimiento de los mercados, antes que prevenir e impedir que este proceso acelerado de “desregulación” llegara a afectar el funcionamiento del mercado financiero global. Todo esto, pese a la preocupación de muchos participantes y observadores de los “mercados financieros globales”.<sup>32</sup>

---

31. Ver en este trabajo el subtítulo “La titularización como origen de los instrumentos ‘SUBPRIME’, el uso de ‘Credit Default Swaps’ (CDS) y los Hedge Funds”.

32. Se puede mencionar a Nouriel Roubini, a quien se le llegó a conocer como “Dr. Doom” (Doctor Apocalipsis) por sus permanentes críticas y análisis en su publicación electrónica ([www.rgemonitor.com](http://www.rgemonitor.com)); Rajan Raghuram G., profesor de la Universidad de Chicago y asesor del FMI hasta 2006, “Has Financial Development made the World Riskier?”; Ángela Merkel, primera ministra alemana quien antes y en las reuniones del G8 de los años 2005, 2006 y 2007 ya advertía de los abusos y riesgos de los “fondos de cobertura” desregulados y exigía una urgente intervención del grupo; Paul Krugman, en sus columnas en el *The New York Times*; y Warren Buffett, entre algunos de los principales especialistas, académicos y políticos que se anticiparon al eventual estallido de un gran problema a este respecto.

## ESFUERZOS INTERNACIONALES PARA EL RESTABLECIMIENTO DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA A TRAVÉS DEL G20 Y DE LA COMISIÓN STIGLITZ

Hasta antes del reciente “crack” de septiembre y octubre de 2008 muchos analistas consideraron que el “impacto” de la crisis “subprime” sería de corta duración, especialmente porque se percibía que las medidas y recursos extraordinarios invertidos por los bancos centrales de los Estados Unidos (la Reserva Federal) y de Europa (el Banco Central Europeo) a partir de marzo de 2008,<sup>33</sup> a través de políticas “coordinadas” y a los que inclusive los “bancos de inversión”<sup>34</sup> tenían acceso, serían “suficientes” para superarla.

Este optimismo se comienza a evaporar luego de la tremenda caída de los índices de los principales mercados financieros internacionales, que son percibidos como los mejores indicadores respecto de los resultados económicos de los mercados financieros globales. Por ejemplo, para septiembre de 2008 el DOW JONES mostró una caída acumulada anual de alrededor del 20%, y para diciembre de 2008 los principales bancos internacionales habían perdido entre el 50 y el 98% de su capital, al registrar las pérdidas ocasionadas por las inversiones en el mercado “subprime” y otras inversiones vinculadas con procesos de titularización.

En septiembre de 2008 los principales diarios del mundo mostraban incredulidad ante los hechos que se suscitaron en un corto período de tiempo, especialmente entre la segunda quincena de septiembre<sup>35</sup> y la primera de octubre de 2008, donde la quiebra de Lehman Brothers, uno de los mayores y más tradicionales bancos de inversión del mundo, y los salvatajes de otro de estos bancos, Merrill Lynch, y de la compañía de seguros americana más importante AIG y nuevas intervenciones estatales con más de 180 billones de dólares adicionales de líneas de crédito para el sistema. En Londres, luego de una gran crítica por la responsabilidad de los reguladores en la debacle que se enfrentaba, las autoridades profundizaron la regulación financiera a tal punto de que se comenzó a “cuestionar” la naturaleza “intervencionista” de tales disposiciones y el nuevo rol que los Estados entraban a jugar en los sistemas económicos más liberales del mundo. Especialmente se prohibió las negociaciones “en

---

33. El hecho más relevante en este período inicial fue el salvataje de Bear Stearns, uno de los bancos americanos de más prestigio, que fue absorbido por el Bank of America, luego de la quiebra de dos de sus “fondos de cobertura” más importantes.

34. Como se explicará posteriormente, hasta marzo de 2008, los denominados bancos de inversión nunca accedieron a los “préstamos de última instancia” por lo que esta nueva “modalidad” de política monetaria fue también una modificación “institucional” de gran envergadura.

35. Por ejemplo ver en el *Financial Times* del 19 de septiembre de 2008 “A week that shook the system to its core” (Una semana que estremeció al sistema desde su corazón), en <http://www.ft.com/cms/s/0/094ea40e-8677-11dd-959e-0000779fd18c.html> y otros artículos vinculados con éste.

corto” que fueron naturales en estos mercados, con lo que se buscaba controlar el abuso de los participantes de los mercados que mantenían los índices desestabilizados y sin posibilidad de algún tipo de racionalización en las decisiones.

También en Europa, a principios de octubre de 2008, se comenzaron a sentir las repercusiones de la crisis. La quiebra masiva de instituciones del sistema financiero de Islandia, fundamentalmente de tipo “electrónico”, afectó mayor y directamente a clientes bancarios británicos, y se produjeron graves conflictos al interior de la Comunidad Económica Europea. Gran Bretaña reaccionó “embargando” activos islandeses que se mantenían en ese país, cuando Islandia resolvió no responder por las pérdidas ocasionadas a los “ciudadanos británicos”, clientes de estos bancos electrónicos. Además, ante la capacidad individual de los países europeos para fijar sus propios sistemas de regulación,<sup>36</sup> cuando Irlanda y la propia Alemania informaron la imposición de “garantías de depósitos ilimitadas” que evidentemente generaban serias distorsiones en otros sistemas financieros europeos, otros países reaccionaron por considerar que estas normas violaban las normas de libre competencia, que constituyen uno de los pilares de la Comunidad Europea. Finalmente Italia, con el pretexto de la crisis financiera internacional que la afectaba, declaró en forma unilateral que “se vería impedido de cumplir con los compromisos europeos formalmente asumidos relacionados con las reducciones de emisiones de carbono”, parte de un gran acuerdo europeo que estaba en plena implementación y que desestabilizaba aún más las actividades del mercado europeo.

Todos estos hechos, entre otros que evidenciaron muy rápidamente el debilitamiento de los fuertes nexos de la Comunidad Europea, forjados a lo largo de más de 20 años, forzaron a que la Presidencia de la Comunidad Europea, encabezada por Sarkozy presidente de Francia, a llamar a reuniones emergentes en la segunda quincena de octubre de 2008, para que este tipo de decisiones “unilaterales” que afectaban seriamente, inclusive la sostenibilidad de la Unión Monetaria Europea y de la propia comunidad, comenzaran a ser vistos, analizados y revisados dentro del marco de cooperación multilateral, para evitar traer mayores perjuicios a los demás miembros de la comunidad.

Durante el mes de octubre de 2008, luego de más de dos años de que el dólar mantuviera una tendencia devaluatoria frente al euro, esta tendencia se revirtió, devaluándose el euro frente al dólar en forma sustancial también y evidenciando que, pese

---

36. Pese a la Unión Monetaria, que creó al Banco Central Europeo, éste no cumple funciones de supervisor bancario. A base de las directivas de la unión europea, se aplica el principio del “home country supervisión” o “sujeción a la supervisión y regulación del país de origen” de las instituciones financieras. Por tanto, le corresponde al supervisor del país, donde se ha conformado una institución financiera, responsabilizarse por realizar la supervisión del funcionamiento de tal institución, aun cuando la institución opere en otros países de la comunidad.

al profundo déficit comercial de los Estados Unidos y la gran “desconfianza” en la economía norteamericana, el dólar continuaba siendo la divisa de mayor credibilidad para mantenimiento “de valor” a nivel internacional.<sup>37</sup>

Los mercados financieros emergentes, especialmente Rusia, México y Brasil también evidenciaron profundas caídas. Algunos países equivocadamente percibían que, dada sus características “sofisticadas”, la crisis fundamentalmente afectaría a los países desarrollados.<sup>38</sup> Sin embargo, muchos otros comenzaron a ver que los efectos sostenidos de una contracción económica en los países desarrollados podían tener consecuencias negativas en sus propias economías, por la pérdida y reducción de los mercados globales.<sup>39</sup> China, pese a su impresionante superávit comercial y sostenido crecimiento económico (durante los últimos cinco años había tenido crecimientos sostenidos promedios del 8% anual), igualmente percibía la reducción drástica de sus ventas al exterior (los mercados desarrollados golpeados) así como un drástico descenso en el crecimiento económico sostenido al que se había acostumbrado.

Ante estas condiciones extraordinarias, el presidente de los Estados Unidos, inducido por el presidente Sarkozy de Francia, en su calidad de presidente de turno de la Comunidad Europea, convocó a una cumbre de presidentes en Washington para noviembre de 2008, a la que se invitó no solo a las economías más desarrolladas representadas en el G8, sino que se lo amplió a los países que conformaban el G20 que incluía a los países con economías más significativas entre los países emergentes y en desarrollo.

El mero hecho de convocar a un G20 y no al G8, como hubiera sido normal en otros tiempos de las relaciones geopolíticas, evidencia por un lado los efectos del riesgo de contagio, pero también la imposibilidad de salir de una crisis, de naturaleza “global”, a través de los mecanismos tradicionales que se habían utilizado hasta esa fecha. Esto dice mucho de la naturaleza de esta crisis, pero también creó grandes expectativas a nivel internacional, pues se veían estos acercamientos como un inicio de una solución acordada, de alguna forma “distinta” al tratamiento geopolítico que se había dado a los problemas económicos anteriormente, donde prevalecía el interés del grupo del G8, los países económicamente más fuertes. Sin embargo, como se notará en el tercer capítulo, el G20 puede no ser suficientemente representativo del

---

37. Aun cuando hasta su permanencia como principal moneda se haya comenzado a cuestionar justamente en esa misma época, como parte de la revisión “integral” de la estructura institucional del sistema financiero internacional.

38. Por ejemplo, las declaraciones de las autoridades ecuatorianas y del presidente Correa de septiembre y octubre de 2008 así lo evidencian.

39. A marzo de 2009, según cifras del FMI se considera que, como consecuencia de la “recesión” económica producto de la crisis financiera, se prevé una reducción de alrededor del 8% de los mercados, hecho que no había sucedido en más de 60 años, desde la Segunda Guerra Mundial.

mundo internacional como para impulsar, desde una resolución de este grupo, las reformas y desafíos que requiere esta crisis.

La publicación electrónica de Wharton Universia, en noviembre de 2008, señalaba:

En octubre, cuando el presidente George Bush convocó una reunión para el 15 de noviembre, en Washington DC, algunos analistas la compararon con la célebre reunión de Bretton Woods de 1944, que fijó las reglas para la tasa de cambio y creó el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional. La cobertura del plan en los medios de EEUU ha sido escasa, y parece que muy pocos esperan que de la reunión del G-20 se obtenga algún resultado ambicioso. “Creo que será difícil conseguir algo, ya que todos los participantes han tenido poco tiempo para prepararse para la cita”, dijo Mark Zandi, economista-jefe y uno de los fundadores de Economy.com, de Moody’s. “Se trata de un acontecimiento más simbólico que práctico.”<sup>40</sup>

La cumbre de noviembre de 2008 no podía salir con soluciones mágicas, como algunos podían haber esperado, no solo por la profundidad y complejidad de la crisis, sino por el momento político que vivían los Estados Unidos: se acababa de elegir al nuevo presidente Barack Obama para reemplazar a G.W. Bush, a quien muchos acusan directamente como uno de los causantes del caos financiero actual, producto de la falta de regulación financiera eficiente y adecuada, inclusive de los participantes del mercado financiero norteamericano, que tienen tanto peso en el funcionamiento de la economía internacional y responsabilidad en la crisis actual.

Menos de dos meses después, a finales del mismo año 2008, muchos análisis y analistas consideran que los resultados de esta cumbre del G20 fueron “decepcionantes” especialmente porque no consiguió cambiar los incentivos bajo los cuales funcionaban esos mercados financieros internacionales.<sup>41</sup> La profundización del pesimismo, en relación a una salida de corto plazo para esta crisis, y la evidencia de resultados económicos negativos de finales de diciembre de 2008, llevó finalmente a un consenso general respecto al inicio de una recesión global de incalculables consecuencias para la economía mundial, similar a la que se enfrentó en los años 30 del siglo pasado, luego del gran crack del mercado de valores de Nueva York del 29 de octubre de 1930.

Estas anticipadas críticas a los resultados de la implementación de un plan de acción y unos “principios comunes para reforma del sistema financiero internacio-

---

40. “Cumbre económica del G-20: ¿una cita más simbólica que práctica?”, en <http://wharton.universia.net/index.cfm?fa=whatshot&language=spanish>; ver también comentarios al respecto extraídos del RGE Monitor ([www.rgemonitor.com](http://www.rgemonitor.com)) el 1 de abril de 2009, publicado por Nouriel Roubini, uno de los principales analistas económicos mundiales, en preparación para la Cumbre del G20 en Londres.

41. Ver por ejemplo “Bad start for new Bretton Woods”, artículo del *Financial Times* del 31 de diciembre de 2008, en <http://www.ft.com/cms/s/0/593d1b22-d513-11dd-b967-000077b07658.html>

nal” son muy prematuros: reflejan que todavía no se ha concientizado suficientemente sobre las necesidades de reformas “institucionales” profundas que pueden ser la única forma efectiva de superar esta situación de desconfianza y falta de credibilidad total que afecta, a la fecha, a los mercados financieros internacionales, reformas que como se explicará a lo largo de este trabajo, difícilmente se podrán conseguir en el corto plazo.

La visión “cortoplacista”, que había imperado hasta mediados del año 2008, se basaba en la costumbre de los mercados financieros de considerar la mayor parte de desequilibrios que se habían presentado hasta esa fecha como susceptibles de soluciones, a través de la introducción de políticas de “ajustes cíclicos y contracíclicos” a las políticas económicas que se estaban implementando, ajustes que se producían a través de meros incentivos económicos (subsidios, líneas de crédito extraordinarias, etc.) o meros ajustes de políticas económicas (por ejemplo tasas de interés, tipos de cambios, accesos y restricciones a mercados, etc.).

Sin embargo, y pese a las profundas transformaciones que han sufrido los mercados financieros internacionales, como consecuencia de la globalización, el “marco institucional y legal”, dentro del cual funcionan, no se ha modificado sustancialmente.

Al hablar de marco institucional me refiero no solo a las “instituciones jurídicas” que lo identifican, sino también al marco jurídico normativo que lo rige, así como también al origen, naturaleza, potestades y alcance de las organizaciones de supervisión y regulación de estos sistemas financieros “globales”. Por esta razón, a nivel internacional se ha estado hablando de la necesidad de contar con una nueva arquitectura financiera internacional, desde hace casi una década.

Otro esfuerzo importante, relacionado con el análisis y reflexión internacional sobre las reformas requeridas para esta nueva arquitectura financiera internacional, consta de la “Comisión de Expertos nombrada por el Secretario General de Naciones Unidas para la reforma del Sistema Financiero y Monetario Internacional” presidida por el premio nobel de economía, Joseph Stiglitz (en adelante referida como la Comisión Stiglitz).<sup>42</sup> Aunque este reporte es muy completo y detallado, para sistematizar el presente trabajo me he concentrado en utilizar los cinco principios comunes para la reforma financiera, contemplados en la Declaración de Washington de noviembre de 2008.

Como se podrá ver en los dos siguientes capítulos, la mayor parte de acciones propuestas en la propia Declaración de la Cumbre de Washington del G20<sup>43</sup> implican

---

42. Ver reporte (borrador) de la Comisión en <http://www.un.org/ga/president/63/interactive/financiacrisis/PreliminaryReport210509.pdf>

43. G20, “Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy”, 15 de noviembre de 2008, en <http://www.un.org/ga/president/63/commission/declarationG20.pdf>

modificaciones profundas al marco “institucional” que no se podrán producir sino luego de que se hayan encontrado mecanismos adecuados, en el actual funcionamiento de los mercados globales y de los sistemas jurídicos, para introducirlas en forma homogénea y efectiva, a nivel global; y además, mientras no se acabe de comprender la profundidad de cambios y modificaciones en los comportamientos de los estados, mercados, corporaciones, empresas e individuos que esta “implementación” exige.

## **EVIDENCIAS DE LAS DEBILIDADES INSTITUCIONALES Y LEGALES EN EL FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO GLOBAL**

### **LA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL Y LOS CINCO “PRINCIPIOS” COMUNES PARA LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS**

Es complicado tener conclusiones definitivas en relación con una crisis financiera de las características y magnitud de la que comenzó en el 2007 y que, desde septiembre de 2008, ha mostrado síntomas definitivos de agravamiento, especialmente cuando las causas y consecuencias de la misma son materia de profundas discusiones técnicas, desde todo punto de vista y con diferentes aproximaciones metodológicas y disciplinarias.

A la fecha en que se inició la elaboración del presente artículo<sup>44</sup> la crisis estaba todavía en plena evolución. Sin embargo, sí se puede describir algunos de los principales retos que se enfrentaban y que debían superarse para poder devolver la estabilidad a ese sistema financiero global. Este análisis se concentrará en los retos que a nivel institucional y legal se han evidenciado, en función de las experiencias de estas dos últimas décadas en los mercados financieros internacionales y que han generado una verdadera carrera para establecer una “nueva” arquitectura financiera internacional.

Desde finales de los años 90, durante las crisis financieras latinoamericanas, la crisis del sudeste asiático y la crisis rusa, se evidenció que las cada vez más estrechas interrelaciones de los actores financieros internacionales exacerbaban los riesgos financieros y revelaban una gran vulnerabilidad de este nuevo sistema financiero global. Esta vulnerabilidad se la comienza a conocer y denominar como el “riesgo de contagio”: las crisis financieras de cualquier país, aun los emergentes o en desarrollo, con poca profundidad financiera y con incipientes contactos globales, pueden

---

44. Octubre de 2008.

tener repercusiones inesperadas en otros países similares y aun en países del mundo desarrollado. El riesgo de contagio iba pesando cada vez más, en forma directamente proporcional al aceleramiento del proceso de globalización financiera. En un mercado que se sustenta en una cultura de aversión al riesgo, las dificultades para predecir estas repercusiones y para mitigarlas generan gran preocupación.

Como un mecanismo para enfrentar esta vulnerabilidad del sistema financiero global, los expertos, académicos y reguladores comenzaron a concentrarse en la identificación de las características que debía tener este nuevo sistema financiero global para mitigar o neutralizar esta vulnerabilidad y asegurar su estabilidad (que incluye la estabilidad de los sistemas financieros nacionales).

Para esto se estimó necesario enfrentar el problema simultáneamente a tres niveles: i) a nivel del funcionamiento de los sistemas financieros nacionales, identificando las debilidades institucionales y políticas de aplicación general; ii) a nivel del sistema de gobernanza global del sistema financiero internacional; y iii) en relación con el tratamiento de la deuda pública o soberana y sus limitaciones en las actuales circunstancias de desarrollo de este mercado.<sup>45</sup>

Sin embargo, no existe una definición precisa de lo que es esta nueva arquitectura financiera internacional, de la que todo el mundo habla desde hace casi una década. En la práctica, esta definición ha dependido de la óptica desde la cual se realice el análisis, que ha sido fundamentalmente económica, aunque se ha concentrado en revisar sus sustentos “institucionales”.

Al tratar el tema, con una visión estrictamente institucional y jurídica, como se pretende hacer en los dos siguientes capítulos, es conveniente revisar la definición que realiza Lastra<sup>46</sup> al respecto, donde adopta una definición de doble vía: i) la primera, sustentada en Giovanoli que se refiere fundamentalmente a “...las reglas, principios y otros arreglos institucionales que gobiernan las relaciones financieras internacionales, así como también las instituciones, entidades y cuerpos a través de los cuales estas reglas, principios y arreglos son desarrollados, monitoreados y exigido su cumplimiento”;<sup>47</sup> y ii) la segunda, que es la que fundamentalmente ha sido adoptada bajo la óptica económica de análisis de la arquitectura financiera a la que me referí, que se concentra en “...el establecimiento de un marco y juego de medidas que

---

45. Se utilizan los tres ámbitos determinados por el Banco Mundial en relación con la nueva arquitectura financiera internacional ([http://www.worldbank.org/ifa/ifa\\_more.html](http://www.worldbank.org/ifa/ifa_more.html))

46. Rosa M. Lastra, *Legal Foundations of International Monetary Stability*, London, Oxford University Press, 2006, p. 449.

47. *Ibid.*, p. 449, citando a Mario Giovanoli, “A New Architecture for the Global Financial Markets: Legal Aspects of International Financial Standard Setting”, en Mario Giovanoli, edit., *International Monetary Law Issues for the New Millennium*, Oxford University Press, 2000, p. 9.

ayuden a prevenir las crisis y manejarlas de mejor manera en un ambiente de un sistema financiero internacional cada vez más integrado...”.<sup>48</sup>

Personalmente, basada en esta doble vía que propone Lastra, considero que se la puede transformar en una definición integral y más completa si se mira a esta nueva arquitectura financiera como el establecimiento e implementación, a nivel nacional e internacional, de reglas, principios y arreglos institucionales que aseguren la estabilidad del sistema financiero internacional, previniendo las crisis y estableciendo los mecanismos institucionales para enfrentarlas o mitigarlas. La pregunta que surge entonces es si el tratamiento “institucional”, para resolver esta crisis financiera internacional, que no es más que nada un problema ante todo jurídico, se ha tratado de resolver con un enfoque fundamentalmente económico.

La Declaración de Washington del G20 (*Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*) además de las acciones propuestas para devolver la estabilidad a los mercados financieros internacionales, que incluyó expresamente cinco principios comunes para la reforma del mercado financiero,<sup>49</sup> nos brinda la oportunidad de organizar este análisis institucional y jurídico, alrededor de estos cinco aspectos tratados especialmente por los líderes mundiales.

La identificación y “fijación” de estos principios reflejan directamente los retos y complejidades, que a la presente fecha, enfrentan los mercados financieros internacionales que los órganos técnicos que han influido y/o asesorado el desarrollo de la cumbre de Washington del G20 han podido identificar hasta noviembre de 2008.

Como es evidente este proceso recién comienza y solo cuando la aplicación e implementación de estos principios esté más avanzada será posible llegar a conclusiones definitivas respecto de los temas fundamentales o debían incluir aspectos adicionales.

Los cinco principios comunes para la reforma del mercado financiero son:

1. Fortalecimiento de la Transparencia y de la Rendición de Cuentas;
2. Mejoramiento de la Regulación Prudencial;
3. Promoción de la Integridad de los Mercados Financieros;
4. Reforzamiento de la Cooperación Internacional; y,
5. Reforma de las Instituciones Financieras Internacionales.

---

48. Justamente es la definición que el Banco Mundial, en su página dedicada a la Arquitectura Financiera Internacional utiliza. Ver [http://www.worldbank.org/ifa/ifa\\_more.html](http://www.worldbank.org/ifa/ifa_more.html)

49. G20, “Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy”, noveno numeral. Manuel Guitián, Félix Varela y coords., *Sistemas financieros ante la globalización*, Madrid, Ediciones Pirámide, 2000.

En el contexto de la globalización financiera y el desarrollo de la presente crisis internacional, conviene revisar los antecedentes y sustentos técnicos de cada uno de estos cinco principios, vinculándolos con la forma en que han estado funcionando los mercados financieros internacionales, como el mejor mecanismo para explicar las complejidades pragmáticas, técnicas, institucionales y especialmente *jurídicas* que atraviesan actualmente los mercados financieros globales y que son justamente los que deben enfrentarse para superar esta etapa de gran incertidumbre y desconfianza en los mercados financieros y su funcionamiento, tanto a nivel internacional como nacional.

Los tres primeros principios, que se tratan en este mismo capítulo, son una forma de visualizar el “deber ser” del funcionamiento del mercado financiero global, para devolverle la confianza perdida y credibilidad como instrumento para el desarrollo y crecimiento económico. Mientras tanto, los dos últimos (cooperación y democratización) se refieren más a los mecanismos formales para el establecimiento de esta nueva Arquitectura Financiera, una nueva forma de “gobernanza global” adecuada para asegurar la estabilidad del funcionamiento de este sistema financiero global.

### **LA IMPORTANCIA DEL PRINCIPIO DE TRANSPARENCIA Y RENDICIÓN DE CUENTAS Y EL PROBLEMA DE LA COMPLEJIDAD DE LOS PRODUCTOS FINANCIEROS**

El primer principio común de la Declaración de Washington dice:

Fortalecimiento de la Transparencia y Rendición de Cuentas: nos comprometemos a fortalecer la transparencia de los mercados financieros, mejorando la difusión de información en relación con los productos financieros complejos y asegurando una difusión completa y precisa de las corporaciones respecto a sus condiciones financieras. Los incentivos deben alienarse para evitar el exceso de la toma de riesgo.

Una regla básica para fijar el precio de un instrumento financiero, que siguen o deben seguir todos los inversionistas responsables, es la de valorar adecuadamente el riesgo que corren: a mayor riesgo, el inversionista exigirá un mayor rendimiento de su inversión y viceversa, a menor riesgo, el rendimiento puede ser menor. Este análisis del riesgo, junto con la aplicación de ley de la oferta y la demanda<sup>50</sup> son fundamentales para determinar el “precio justo” del producto financiero.

Solo de esta forma los inversionistas inciden en una óptima y eficiente asignación de los recursos financieros disponibles en un momento dado. Si este sistema se afec-

---

50. A mayor demanda, mayor precio y viceversa; a mayor oferta, menor precio y viceversa.

ta, el resultado económico de la transacción a más de que eventualmente no sea el esperado, puede generar una espiral de ineficiencias económicas que puede terminar quebrando al sistema financiero y afectando a la economía en general.

Los reguladores y supervisores financieros cumplen este papel de “calificadores de riesgo”, en lo que respecta a las operaciones de intermediación financiera propiamente dichas (préstamos comerciales otorgados por bancos comerciales), donde se asume que la mayor parte de los inversionistas, los depositantes en cuentas corrientes, de ahorro y certificados de inversión, no son actores “sofisticados”, esto es que no son “inversionistas profesionales”.

Además, los sistemas de regulación y supervisión, de algún modo han estado tercerizando algunos procesos de seguimiento de las entidades bajo su control, para contar con mayores elementos técnicos para esta forma de “calificación de riesgo” por cuenta del público en general. Así, se encargan tareas de auditoría externa a firmas especializadas; y se ha incorporado en estos procesos a las denominadas “calificadoras de riesgo” que realizan un análisis pormenorizado de los “emisores” de instrumentos de crédito, así como de los propios instrumentos de crédito, según el caso. Sin perjuicio de ello, al menos en este segmento del mercado financiero (la intermediación), el mero licenciamiento de una institución financiera, así como el mantenimiento de una licencia constituyen formas “implícitas” con las que la autoridad reguladora transmite al público su conformidad con el “riesgo” de la institución financiera autorizada, lo que a su vez mantiene la confianza de los depositantes en tales instituciones.

En lo que respecta a las actividades del segmento de desintermediación financiera, esto es las operaciones de los mercados de capital y valores, son los propios inversionistas quienes deben asumir directamente esta calificación del riesgo, calificación que tiene íntima vinculación con el rendimiento que exigirán al requirente del financiamiento o emisor de un valor, según el caso.

Para que esta calificación de riesgo se pueda realizar en forma adecuada es obvio que tanto los reguladores, en el primer caso, como los inversionistas, en el segundo, requieran información exacta y completa sobre los productos financieros en que invertirán sus recursos o que están adquiriendo, cualquiera sea su naturaleza. “...Un mercado de valores eficiente es aquel donde la diseminación de la información es puntual y generalizada y se refleja en el proceso de formación de los precios...”<sup>51</sup> Esto es válido tanto para el mercado de valores como para los demás segmentos del mercado financiero.

---

51. Marcelo A. Camerini, *La transparencia en el mercado de capitales*, Buenos Aires, Ad-Hoc, 2007.

Igualmente, desde el punto de vista de un deudor, es fundamental que pueda contar con la misma calidad de información, para poder adoptar su decisión económica racionalmente.

Nótese que el hecho de que una calificadora de riesgos emita su calificación no exonera a ningún inversionista de la responsabilidad de realizar una calificación de riesgo adecuada. Tanto las “calificaciones de riesgo” de terceros, como los análisis especializados realizados por asesores financieros especializados in-house o tercerizados, no trasladan la “toma de decisión” del inversionista a este tercero. Lo que hacen es fundamentalmente proporcionarles piezas adicionales de información.

Esta información proviene de múltiples fuentes: primero de la que se publicita, a través de cualquier medio, incluyendo la que sirve para promocionar el producto financiero y la propaganda que se le hace en cualquier forma, la descripción del producto (condiciones financieras y estructura legal básica), y especialmente los denominados “prospectos” de estos productos, que no son más que una “oferta” que hace el requirente del financiamiento de las condiciones que está dispuesto a aceptar o que sirven como base de una negociación.

La documentación legal debe contener información amplia y precisa, tanto de las condiciones financieras y económicas de la transacción, como de los términos y demás condiciones legales a que se someten las partes intervinientes. Así, la transferencia de información completa a los intervinientes debe producirse al momento mismo en que se cierra la transacción, esto es, cuando se celebran los respectivos contratos. Sin embargo, en la realidad no coinciden, puesto que generalmente la firma del contrato es una mera formalidad, ya sea porque las partes no revisan ni se asesoran adecuadamente de la documentación o por la complejidad de la misma.

¿Qué es transparencia? Evitar la vaguedad, presentar el producto en forma íntegra, completa y precisa. Esta transparencia implica también difundir equitativamente la información sobre un producto: dar a todos los participantes de un mercado, incluyendo a sus reguladores, información simétrica (la misma) para que puedan fijar adecuadamente el precio e inclusive para que puedan tomar la decisión positiva o negativa que les corresponda respecto al producto específico; y finalmente para que a través de la amplia distribución de la información cualquiera pueda estar en capacidad de realizar un examen del producto y elaborar un estudio técnico.

A este respecto, la función primordial del regulador financiero es justamente controlar la calidad de la información que se difunda, verificando, de ser el caso, la precisión, exactitud y consistencia de la información; esto va en beneficio de ellos mismos (para permitirles realizar un adecuado control del funcionamiento del sistema) como de cualquiera de los participantes de los mercados. De alguna forma los demás participantes del mercado, a través de la fijación de precios, realizan también una

forma de control de “calidad” de los productos financieros que se distribuyen en los mercados. Para que se cumplan estas funciones, se necesita asegurar esta precisión, consistencia y exactitud: a estas condiciones de la información se las denomina como “transparencia de la información”.

En principio, hay cuatro preguntas básicas que la información transparente sobre productos financieros debe responder con precisión: quién pide prestado, quién presta, quién recibe el dinero prestado, y quién paga el préstamo.<sup>52</sup> Sin embargo, en los últimos tiempos, por diferentes motivos y aunque parezca inverosímil, muchas de estas preguntas no se pueden responder en forma directa, ni siquiera por los propios inversionistas “sofisticados”, como se denominan a inversionistas institucionales profesionales y a otros similares que hacen de las transacciones financieras su fuente de subsistencia permanente.

Hay varias razones para esta anómala situación; una fundamental es justamente la desconfianza que generan estructuras financieras y legales de estos nuevos productos complejos y opacos<sup>53</sup> que impiden “entender” el producto, incluso a los mismos creadores y actores del producto. Un caso dramático y reciente que permite visualizar este problema es el de la publicitada piramidación dirigida por un conocido agente de Wall Street, Bernard Maddoff, quien durante un dilatado período de tiempo administraba fraudulentamente más de 50 billones de dólares en inversiones financieras, incluyendo recursos de varias importantes instituciones financieras e inversionistas sofisticados, sin que ni estos, ni los reguladores, se cuestionaran la naturaleza de los productos financieros que producían suculentos ingresos.

Hernando de Soto, economista peruano muy conocido en Latinoamérica por sus análisis respecto al sector informal de la economía y las maneras de incorporarlos a la formalidad del sistema,<sup>54</sup> se refiere expresamente a este problema cuando hace referencia a que las autoridades norteamericanas y europeas encuentran difícil de creer que la “...causa fundamental de una recesión pudiera ser un sistema legal mal documentado...”. Desde su punto de vista, esta “mala documentación legal” le es familiar dado que en mercados emergentes, como el Perú del que proviene este autor, estas situaciones son muy comunes, por los permanentes problemas de incertidumbre e inseguridad jurídica que se enfrentan. Concluye su reflexión señalando que para “...Escapar de la recesión se requiere restaurar el orden, la precisión y la confianza

---

52. Las cuatro preguntas básicas son tomadas del análisis que realiza Lee C. Buchheit, “Did we made things too complicate”.

53. Ver comentarios amplios a este respecto en Rajan Raghuram, “Has Financial Development made the World Riskier?”, y Lee C. Buchheit, “Did we made things too complicate”.

54. Ver su libro *El otro sendero* publicado a principios de los años 90.

en el papel financiero. Ese será un desafío legal y político de enormes proporciones...”.<sup>55</sup>

Es cierto que el desafío legal que se enfrenta a este respecto es muy grande, pero el problema del papel tóxico y la pérdida de transparencia va mucho más allá de una mera “mala documentación” jurídica, como lo considera De Soto. El origen de la “mala documentación jurídica” se encuentra fundamentalmente: i) en aspectos que pueden ser vistos como meramente “operativos” de los mercados financieros, como son la “compleja” forma en que se estructuran los productos financieros, por parte de los ingenieros financieros de una “banca universal” y la limitada retroalimentación jurídica que se incluye en su diseño, así como la “compleja” forma en que (los abogados) redactan los contratos que evidencian la existencia de estos productos; ii) en el uso (y abuso) de jurisdicciones transfronterizas, para fines distintos a los propios de la transacción financiera de que se trata, tales como elusión tributaria y/o ocultamiento de información a las autoridades nacionales; y iii) en problemas jurídicos estructurales, tales como la inexistencia de un ordenamiento jurídico global vinculante –de cumplimiento obligatorio– y de aplicación general, así como la falta de un sistema de regulación global vinculante.

En este acápite se trata fundamentalmente el tema de la complejidad; en el título referido al principio de integridad de los mercados nos referiremos al problema del uso de jurisdicciones transfronterizas para la elusión de obligaciones; mientras que en el siguiente se revisará ampliamente el problema de la falta de un sistema jurídico global y los mecanismos de aproximación jurídica que se están empleando.

Respecto al primer tema, la “complejidad”, Buchheit<sup>56</sup> nota especialmente la seriedad del problema que representa el eventual desconocimiento de los propios participantes en una transacción que no entienden con precisión, ni la estructura de la misma, ni las condiciones contractuales a las que se sujetan al suscribir los contratos que les son presentados por sus abogados. Esto aplica tanto a los emisores de valores, deudores, inversionistas, como a los propios reguladores. Así, la redacción de los contratos, en lugar de incidir en la transparencia de la información, como sería de esperarse, dada su complejidad oscurece y genera mayores elementos de inseguridad jurídica respecto a los productos financieros de que trata y por ende, falta de transparencia.

Sin embargo, como Buchheit observa, el origen de la complejidad contractual y de la “mala documentación” legal no solo es responsabilidad de los abogados, sino

---

55. Ver tanto Hernando de Soto, “Discurso en la Conferencia Inaugural de la International Bar Association, oct. 12, 2008”, como Hernando de Soto, “Papel tóxico”.

56. Lee C. Buchheit, “Did we made things too complicate”, *International Financial Law Review*, marzo de 2008.

fundamentalmente de los ingenieros financieros que han desarrollado productos de gran complejidad. Así describe:

Una simple operación de préstamo puede complicarse para acomodar las advertencias de los asesores tributarios, asesores de quiebra o banca rota, asesores legales sobre valores y especialistas similares. Lo que comenzó como una propuesta de yo presto y usted pide prestado se convierte en algo como esto: “Un vehículo de propósito especial en las Islas Caimán, a prueba de quiebra, que toma dinero prestado de inversionistas institucionales calificados, a fin de adquirir una nota de crédito estructurada emitida por una entidad de Luxemburgo, garantizada por una subsidiaria domiciliada en Jersey de una corporación de Chipre que, a su vez, se cubre su riesgo a través de un swap de cobertura de riesgo (“crédito default swap”) emitido por una entidad irlandesa...” [traducción de la autora].<sup>57</sup>

También hace notar la difícil relación que se da entre los ingenieros financieros y sus abogados, tanto en el sentido de que los primeros están poco dispuestos a “ceder”, ante el análisis de riesgo jurídico que les puede presentar el especialista legal, al que generalmente no lo consideran capaz de medir adecuadamente el resultado económico esperado de la transacción, como que los abogados pueden tender a convertirse en meros “buenos o malos escribientes de contratos” que no hacen más que describir la naturaleza del “complejo” producto financiero diseñado por su cliente, eludiendo su responsabilidad de asesorar adecuadamente sobre el resultado “legal” que puede esperarse.

Respecto a estos aspectos “operativos” de la implementación legal de los productos financieros cabe notar que es evidente que el rol que deben cumplir los abogados, en los mercados financieros, debe modificarse: de un rol meramente “reactivo” (el escribiente del contrato) debe pasarse a una función de mayor análisis del riesgo y mayor participación en la propia estructuración del producto.

De mantenerse la situación actual, el proceso de creación y generación de más papel tóxico y mayor complejidad financiera se mantendrá, profundizando la falta de certidumbre jurídica que ha incidido fundamentalmente en la desconfianza respecto a estos instrumentos, así como en el fracaso económico de muchas de estas transacciones.

Sin embargo de todo lo dicho, el problema de la transparencia de la información no es igual en todos los casos de transacciones financieras. Como la revista *The Economist* observaba, por ejemplo: “Los mercados de dinero dependen más de la confianza que de la transparencia, pues las transacciones se realizan tan rápido que

---

57. *Ibid.*

hay muy poco tiempo para calificar la información que se recibe”.<sup>58</sup> Y el tema de confianza depende fundamentalmente de asegurar la integridad del mercado.

Finalmente, nótese que complejidad también es producto del extensivo uso del *softlaw*, como se explica ampliamente en el siguiente acápite, tema que no se puede resolver con una mejor redacción de la documentación legal y con la mera eliminación de los “papeles tóxicos”.

## **EL RETO DE LA APROXIMACIÓN JURÍDICA: LA ESTANDARIZACIÓN Y UTILIZACIÓN DEL SOFTLAW**

El segundo problema jurídico que afecta directamente a la transparencia de la información y a otros aspectos del funcionamiento del sistema financiero, como se verá posteriormente, son las diferentes “interpretaciones” que se puede dar a los contratos que sustentan estos productos financieros, según la jurisdicción y legislación a la que se encuentren sujetos los inversionistas y/o los prestamistas.

Así como para llegar a acuerdos entre individuos con distintos idiomas maternos se necesita aproximarse a través de un “idioma común”, también es necesaria una aproximación jurídica, para darle mayor certeza y seguridad a las relaciones comerciales y a los contratos que se celebren, tanto en relación con la legislación aplicable, como con la jurisdicción.<sup>59</sup>

Estas diversas “interpretaciones jurídicas” se traducen también en problemas de transparencia de la información, y por ende en la desconfianza de los participantes del mercado: mientras para una de las partes, una o varias de las preguntas básicas relacionadas con la transacción se pueden responder de una forma, para la otra, estas preguntas pueden tener una respuesta diferente.

Es justamente la dinámica y velocidad de la globalización la que conlleva retos para el tradicional Derecho, normalmente lento en adaptarse a las nuevas realidades económicas y sociales. Mientras más se acelera la globalización financiera sin resolverla, más se profundiza el problema jurídico, por las necesidades pragmáticas de ese mercado global: de transacciones financieras internacionales, en las que participaban sujetos de un par de jurisdicciones, hemos pasado a transacciones donde participan

---

58. “Full disclosure: The case for transparency in financial markets is not clear-cut”, en *The Economist*, 19 de febrero de 2009.

59. La legislación corresponde a las “normas jurídicas sustantivas”, principios y reglas de juego aplicables a la transacción, mientras que la jurisdicción trata sobre las “normas adjetivas”, esto es el foro de resolución o jueces ante los que se tratarán los conflictos o controversias y los procedimientos a aplicarse en la resolución del conflicto.

múltiples sujetos, en múltiples roles, de múltiples jurisdicciones y por ende el problema jurídico es cada vez mayor.

La aceleración de la globalización de las dos últimas décadas es la causa fundamental para que el derecho no se haya ajustado a esta nueva realidad; por tanto a la fecha no existe todavía un nuevo marco institucional y legal plenamente estructurado para dar la certidumbre jurídica en tales relaciones comerciales, ni tampoco mayor reflexión jurídica respecto a los riesgos que la falta de este marco conlleva (el “riesgo legal” propiamente dicho). Sin embargo, a la fecha existen varias formas a través de las que el Derecho ha buscado esta aproximación jurídica para transacciones transfronterizas. Menciono a continuación las cuatro principales:

1. En las relaciones entre Estados, se imponen las reglas y principios del Derecho internacional público, que son producto fundamentalmente de tratados internacionales;
2. En las relaciones entre particulares, se aplican las reglas, principios y las normas de los códigos de Derecho internacional privado, aun cuando sin una anuencia expresa del Estado donde se domicilia el individuo (nuevamente a través de tratados internacionales), estos códigos no son aplicables tampoco. Y aun siéndolo, dada la naturaleza “nacional” de los ordenamientos jurídicos, siempre existen espacios donde las reglas del Derecho internacional privado se quedan cortas y generan serias incertidumbres al momento de su aplicación;
3. En los últimos años, como una solución pragmática, originada justamente en las necesidades de los mercados financieros internacionales, se ha tratado de resolver el problema a través del uso del *softlaw* o ley suave, normas informales que, sin ser de aplicación general, ni de obligatorio cumplimiento como la generalidad de la normativa jurídica, se han estado utilizando y aplicando en la práctica. Su “obligatoriedad” dependen de la voluntad de las partes contratantes y/o Estados involucrados; y,
4. Finalmente, en los casos de comunidades regionales de naciones, se ha iniciado un proceso de armonización jurídica formal, basado en la expedición de normas mínimas de aplicación común en todos los territorios nacionales de los países miembros de la comunidad, por ejemplo, las Directivas de la Comunidad Europea y las Decisiones de la Comunidad Andina. Pero en este caso, al igual que en los primeros dos, si no se consigue previamente la anuencia de cada uno de los Estados, a través de los instrumentos internacionales pertinentes, el proceso de armonización ni siquiera puede iniciarse.

Nótese que en el primero, segundo y cuarto casos se genera una estructura formal jurídica, basada en las reglas generales del Derecho internacional público, que exigen la formación, negociación a nivel diplomático, celebración y posterior ratifica-

ción de los respectivos tratados internacionales, proceso que lógicamente va mucho más lento que el proceso de globalización. Una vez completado este proceso, la seguridad jurídica se puede garantizar.

Sin embargo, en el tercer caso –el uso del *softlaw*– encontramos una solución más pragmática que jurídica, de carácter informal, que aunque ha permitido generar rápidamente –sin la extendida negociación de los tratados internacionales– lineamientos, metodologías y normas, a las que se les da el tratamiento de “estándares internacionales” y “mejores prácticas”, carecen de las características propias de una norma jurídica positiva, esto es de su carácter vinculante, su aplicación general, y especialmente su coercitividad.

El Derecho internacional público incluye principios de aplicación universal que han logrado otorgar un tratamiento adecuado, al menos en lo que se refiere a las relaciones entre Estados soberanos, tanto a nivel sustantivo como adjetivo. Este “arreglo institucional” jurídico ha sido suficiente hasta tiempos recientes para cubrir las necesidades de las eventuales transacciones transfronterizas anteriores a las de la globalización, donde éstas pasan a ser regulares.

En el proceso de la globalización comercial, y con el objeto de dinamizarla y darle mayores herramientas, entre los primeros pasos que se dieron estuvo el elevar al tratamiento más “formal” del Derecho internacional público muchos de los aspectos relacionados con el comercio internacional. Por ejemplo, los contratos respecto a transacciones que se producen entre sujetos de países que han suscrito y ratificado el Tratado de la Organización Mundial de Comercio, pueden suplirse con las normas y procedimientos contenidos en este Tratado, e inclusive acceder a procedimientos de resolución de disputas y controversias especializados de interés de un Estado en particular. Sin embargo, subsiste la obligación de acudir al Derecho internacional privado para resolver los conflictos entre particulares.

Mientras tanto, el derecho de los mercados financieros internacionales sigue estando sujeto a meras reglas del Derecho internacional privado, que se basan fundamentalmente en la voluntad de las partes contratantes, en las prácticas, costumbres y usos consuetudinarios de esos mercados y en las opiniones legales de los diferentes abogados de las diferentes jurisdicciones que interactúan en una transacción financiera internacional. El tema de la resolución de las controversias, aunque por lo general afina por voluntad de las partes y dada la especialización de los jueces en las cortes del Distrito Sur de Nueva York y de “City” en Londres, sigue generando polémica, por ejemplo en el caso de la participación de deudores soberanos, esto es, cuando el deudor es un Estado.

Cabe mencionar también que los contratos que se celebran con organismos financieros multilaterales, se sujetan única y exclusivamente a las reglas establecidas por

los propios tratados de creación de tales organismos financieros, y subsidiariamente, a reglas del Derecho internacional público. Sin embargo, en transacciones donde participan tanto prestamistas de esta naturaleza, como prestamistas e inversionistas privados, los contratos se vuelven aún más complejos, puesto que las normas aplicables a la misma transacción pueden variar en función de la naturaleza del prestamista.

En lo que respecta a la regulación de tales transacciones el problema se vuelve más complejo aún: a diferencia de lo que sucede en la contratación comercial, donde de algún modo la Organización Mundial de Comercio cumple, bien o mal una función de “regulador económico del comercio internacional”, en materia financiera no existe un regulador global.<sup>60</sup> Así la aproximación jurídica, en lo que respecta a la regulación financiera de los mercados globales, se ha basado fundamentalmente en la introducción de *softlaw*. Y las instituciones que se han creado para establecer estos estándares mínimos tampoco provienen de arreglos institucionales formales (tratados, convenios internacionales, etc.) sino fundamentalmente de acuerdos voluntarios de grupos de países. Así surgieron los “órganos” internacionales de Basilea, el Comité de Supervisión Bancaria y el Foro de Estabilidad Financiera, promovidos a su vez por entes no formales como el G8. Los propios principios de la Cumbre de Washington, que estamos analizando en este capítulo y el siguiente, provienen igualmente del G20, otro órgano internacional informal.

Evidentemente el proceso de aproximación jurídica regular (la “adaptación a las nuevas circunstancias sociales” y formación de estructuras formales normativas e institucionales) era demasiado lento para que la dinamia económica generada por el proceso de globalización esperara. Por eso, la aproximación jurídica en los mercados financieros globales se ha estado tratando fundamentalmente a través del mecanismo al que se conoce como la introducción de normas del *softlaw* o ley suave informal y de “voluntaria aplicación”.

Como Lastra señala: “...la globalización ha desafiado el proceso tradicional de formación de las leyes. Tal proceso internacional de creación de estándares financieros es solo un aspecto de una tendencia amplia, dirigida al desarrollo de una variedad de compromisos internacionales a los que se los describe generalmente como *softlaw*” [traducción de la autora].<sup>61</sup> Continúa haciendo notar que “...El crecimiento

---

60. Recientemente, en la Cumbre de Londres, abril de 2009, el G20 recomendó que el “Foro de Estabilidad Financiera”, Financial Stability Forum, [www.fsf.forum](http://www.fsf.forum) creado en 1999 como recopilador de los estándares internacionales aceptables, se transforme en la “Comisión de Estabilidad Financiera”, Financial Stability Board, como punto de partida para la creación de un “regulador financiero internacional”. Sin embargo, como se explicará después, estos desarrollos no se sustentan tampoco en los principios y reglas del Derecho internacional público, por lo que poco efecto pueden tener a este respecto.

61. Rosa M. Lastra, *Legal Foundations of International Monetary Stability*, pp. 453-454.

de 'softlaw' es uno de las más relevantes desarrollos en el cambio de la ley financiera y monetaria internacional en recientes años...”.

Giovanoli, citado por Lastra, igualmente, apunta a que con excepción de los acuerdos de Bretton Woods que sustentan al FMI de 1944<sup>62</sup> la mayor parte de los estándares internacionales, reglas, principios, metodologías, códigos de conducta, buenas prácticas y otros arreglos institucionales que gobiernan las relaciones financieras internacionales se caracterizan por aparecer fundamentalmente de normas de *softlaw*.

Es necesario contrastar el efecto de una norma jurídica positiva (“hardlaw” o norma jurídica formal) frente al efecto que puede tener una norma de *softlaw* (ley suave) en relación con la modificación de la conducta o el comportamiento de un participante de los mercados financieros internacionales.

El derecho tradicionalmente consigue imponer cambios en el comportamiento de las personas a través de la “coercitividad”: obligatoriedad del cumplimiento de las normas jurídicas positivas (formales). Hilgenberg realiza un interesante análisis comparativo entre el derecho formal y las normas informales del *softlaw*:

Si queremos influenciar en la conducta de alguien, en términos generales podemos utilizar dos medios de persuasión: podemos pedirle que haga o deje de hacer algo voluntariamente o podemos forzar a la persona a actuar, sea implícitamente o explícitamente por la amenaza o uso efectivo de la fuerza o por amenazas verbales, respectivamente. Usar ambos medios al mismo tiempo puede generar inconsistencias [traducción de la autora].<sup>63</sup>

Nótese que a la fecha, por la forma en que se ha estado utilizando el *softlaw* se está produciendo justamente esta duplicación, pues en determinadas jurisdicciones la adopción “voluntaria” de los estándares internacionales se ha estado dando en formas jurídicas “no ortodoxas”, por ejemplo, a través de meras declaraciones “voluntarias” del actor financiero, que en muchos casos, en cambio, desconocen y hasta se oponen a normas jurídicas positivas formales vigentes.

Continuando Hilgenberg con su análisis observa que:

En la práctica legal, lo mismo que en la teoría legal, el primer estilo de legislación, el instrumental [formal] es generalmente considerado el más práctico y también la forma más aceptable de guiar la conducta humana. Está basado en un modelo de Comunicación jerárquico y de una sola vía: un superior (el Estado) da una orden clara (la ley) a sus subor-

---

62. Aunque los acuerdos de Bretton Woods se limitaban a establecer el acceso a un “prestamista de última instancia internacional” para mitigar las potenciales repercusiones por el incumplimiento de los compromisos financieros internacionales de un país miembro de ese organismo.

63. Hilgenberg Hartmut, “A Fresh Look at Soft Law”, 10 EJIL 499, 1999.

dinados (los ciudadanos), de quienes se espera la mayor obediencia, pues de no hacerlo serán castigados. El segundo caso, realmente comunicativo, al contrario, confía en la persuasión antes que en el castigo. Considera a la ley como una invitación al diálogo entre partes, más o menos de igual jerarquía: funcionarios públicos (incluyendo del ejecutivo, fiscales, jueces, etc.), organizaciones intermediarias y ciudadanos. Por su aparente “vaguedad” o “insuficiencia” el estilo comunicativo se lo acusa de producir “softlaw” o inclusive una “ley simbólica” [traducción de la autora].<sup>64</sup>

Concluye Hilgenberg señalando que:

La verdadera ley debe utilizar únicamente órdenes claras, debe evitar normas de mera aspiración (vaguedad), debe confiar en las sanciones antes que en la persuasión y debe dirigirse a su cumplimiento antes que al cambio de mentalidad. [Traducción de la autora].<sup>65</sup>

Estas características son definidas como la coercitividad de la norma jurídica positiva.

Por esta falta de coercitividad de una norma del *softlaw*, buscar un cambio de comportamiento de un agente financiero, genera gran inestabilidad normativa, inseguridad y eventualmente mucha desconfianza en la viabilidad de que se cumplan los compromisos asumidos por las partes. Por otra parte, la vaguedad en la aplicación de la norma del *softlaw* va también en contra de la transparencia de la información.

Esta inseguridad en el cumplimiento de los estándares y normas de conducta, basados en el *softlaw*, se traslada también a las funciones de los reguladores cuyo respaldo normativo técnico proviene fundamentalmente de estándares mínimos, y que además, no cuentan con órganos formales de regulación internacional.

De esta forma no se puede sostener que la disciplina del mercado financiero, tan importante en un momento de crisis y abusos como el actual, se la puede conseguir meramente a través del uso del *softlaw*. Si a esto le agregamos claros incentivos perversos que aparecen en las transacciones financieras, dado los beneficios económicos que se pueden obtener al “salirse” de la disciplina y ganar competitividad frente a otros participantes, vemos que la mera utilización de *softlaw* siempre va a ser insuficiente para brindar seguridad jurídica y/o devolver la confianza en el funcionamiento de los mercados.

El problema entonces se traslada a los mecanismos tradicionales de formación de normas jurídicas formales, vinculantes y por tanto de obligatorio cumplimiento y

---

64. *Ibid.*

65. *Ibid.*

aplicación general. Estos corresponden a los mecanismos formales establecidos en cada Estado, generalmente a través de sus propias constituciones, y que inclusive varían de país a país. Estos mecanismos nacionales crean un marco institucional, incluyendo los organismos que expidan la normativa regulatoria y controlen su cumplimiento; los principios y reglas que rigen los mercados regulados; pero sobre todo dotan de la “potestad estatal” a estos órganos para que puedan cumplir con su función. Para la formación de leyes e instituciones deben cumplirse los procedimientos que la Constitución y leyes nacionales establecen, generalmente su aprobación a través del poder legislativo.

La pregunta es entonces cómo trasladar estas estructuras institucionales y legales para que sean vinculantes en el campo internacional y global. Para eso es necesario revisar el concepto fundamental de la soberanía, como piedra angular de la formación de una norma jurídica positiva.<sup>66</sup> Y precisamente por esto, la formación institucional y jurídica dependerá de que se consiga introducir la norma técnica dentro de la estructura formal del Derecho, a base de una decisión voluntaria de cada uno de los países donde se pretenda implementar la norma, respetando la autodeterminación de los mismos (la “soberanía”). Lamentablemente este proceso de aceptación formal de la introducción de normas (a través de los principios de Derecho internacional público) no asegura ni su oportunidad, ni la calidad técnica de la norma, pues queda sujeto a la “negociación diplomática” extendida previa a su incorporación a través del instrumento jurídico formal.

Las malas experiencias a este respecto son muchas: por ejemplo, la lenta “aproximación jurídica” que se da a través de la armonización de legislaciones aún en procesos formales de consolidación de socios comerciales y políticos. Aun en la propia Comunidad Europea, la más adelantada en el proceso de armonización como mecanismo de aproximación jurídica, se observa un evidente retraso frente a las necesidades de adaptación al funcionamiento de los mercados, justamente por las limitaciones y plazos impuestas por los Estados “soberanos” en las propias Directivas; no se digan los serios conflictos de interés que se han evidenciado recientemente al interior de la Comunidad Andina que dificultan y detienen abruptamente, mal que bien, un intento de armonización legal a través de las Decisiones Comunitarias, más allá de los acuerdos comerciales.

La voluntariedad y proliferación del *softlaw* no brinda la seguridad jurídica a estas transacciones, como se esperaría, para darle (o devolverle) la suficiente confianza y certidumbre a los participantes de los mercados en el resultado económico de la transacción, además de que, como se verá en los siguientes dos acápite, en la práctica, limita sustancialmente los mecanismos coercitivos necesarios para asegurar la efi-

---

66. El tema de “soberanía” se trata en forma más amplia en el siguiente título.

ciencia en la implementación de un sistema regulatorio eficiente y las sanciones sobre quienes incumplan las normas que aseguren la integridad de esos mercados.

En conclusión el uso del *softlaw*, pese a su amplia utilización como un sistema de aproximación jurídica pragmático para mitigar las “incertidumbres” que plagan las relaciones comerciales internacionales, no es más que un paliativo para la falta de flexibilidad que presentan los mecanismos de aproximación jurídica de los actuales sistemas y ordenamientos jurídicos nacionales e internacionales y al contrario, puede estar agregando un ingrediente más a la incertidumbre que impera en el funcionamiento de estos mercados financieros internacionales.

### **¿PUEDE EXISTIR UN SISTEMA DE REGULACIÓN BASADO EN EL SOFTLAW? EL PRINCIPIO DE MEJORAMIENTO DE LA REGULACIÓN FINANCIERA**

Si a la fecha existe algún consenso respecto de la crisis es la de que se necesita más y mejor regulación del sistema financiero, tanto en el nivel global como nacional. Esta conclusión es la misma que se extrajo de las experiencias de las crisis financieras de finales de los años 90, en los países en desarrollo, incluyendo el Ecuador.<sup>67</sup>

Al hablar de la “regulación financiera global” hay que hacer directa referencia a los entes formados alrededor del Bando de Pagos Internacionales (BIS) en Basilea; principalmente el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y, a partir de 1999, el Foro de Estabilidad Financiera (FSF). A su alrededor se han conformado, a partir de los años 80, múltiples órganos informales adicionales, dedicados a la expedición de mejores prácticas y estándares para cada segmento del negocio o de los auxiliares (mercados de valores, seguros, auditores, contadores, control de lavado de activos, etc.).<sup>68</sup> Justamente a través de todo este conjunto de órganos informales se ha tratado de solventar la ausencia de un regulador financiero del mercado financiero global.

---

67. Sobre debilidades de la capacidad del Estado para regular adecuadamente un sistema financiero y la crisis ecuatoriana ver María Laura Patiño, “Lessons of the Financial Crisis in Ecuador 1999”, y Luis Ignacio Jácome H., “The Late 1990s Financial Crisis in Ecuador: Institutional Weaknesses, Fiscal Rigidities, and Financial Dollarization at Work”, Washington, Working Paper WP/04/12, International Monetary Fund, 2004; sobre los nuevos requerimientos de los Estados en relación con la regulación financiera ver Roger Bootle, “Redrawing the Boundaries: Rethinking the role of the state and markets”, marzo, 2009. Sobre la crisis del sudeste asiático y sus lecciones ver Rosa M. Lastra, Henry Schiffman y otros, *Bank Failures and Bank Insolvency Law in Economies in Transition*. Rosa M. Lastra y Henry N. Schiffman, eds., “International Economic Development Law Series”, vol. 9, Londres, Kluwer Law International, 1999.

68. Ver la lista completa de los 12 estándares básicos, así como de los órganos que los han expedido consolidado, sistematizados y actualizados por el Foro de Estabilidad Financiera en el [http://www.financialstabilityboard.org/cos/key\\_standards.htm](http://www.financialstabilityboard.org/cos/key_standards.htm)

Los Acuerdos de Basilea son un compendio de buenas prácticas para la regulación, supervisión y funcionamiento de los sistemas bancarios recomendadas por el Comité de Supervisión Bancaria, organizado por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) que tiene su sede en Basilea y que actúa como un “banco central de los bancos centrales” para fines de compensación y liquidación. En otras palabras, una de las muestras más importantes del *softlaw*, ampliamente analizado en el acápite anterior, y que cada vez pesan más en la organización y funcionamiento de los mercados financieros nacionales e internacionales.

Este comité se conformó para establecer procedimientos homogéneos para que se recogieran y practicaran a nivel internacional, justamente para mitigar los riesgos sistémicos internacionales. Cuando se produjo la “moratoria” de la “deuda soberana”, esto es la falta de pago de la deuda pública concedida a los gobiernos y bancos centrales de muchos países en desarrollo, entre otros, casi todos los latinoamericanos, se afectó directamente a múltiples bancos y otras instituciones de crédito de países desarrollados y se produjeron quiebras masivas.

Participaban en el Comité inicialmente supervisores y reguladores de los países del G8, pero con el tiempo se agregaron otros miembros oficiales, académicos y técnicos.

Una de las contribuciones fundamentales de este Comité fue la de introducir como “principio prudencial” de regulación la obligación de que las instituciones financieras debían adecuar su capital en función del riesgo que asumían; riesgo que en Basilea I se concentraba en el de “crédito”, pero que luego se amplió para incluir el riesgo de mercado y de liquidez. A la fecha, con Basilea II, se recomienda la necesidad de adecuar el capital en función del “riesgo operativo integral”, una forma de analizar el riesgo mucho más amplia que considera también los riesgos “cualitativos”, esto es, aquellos que no pueden ser medidos o determinados en forma meramente numérica (historial de crédito, etc.) sino que requieren una metodología diferente de análisis, muchas veces, caso por caso. Las normas ajustadas y revisadas del Acuerdo de Basilea II se las encuentra en el documento “Convergencia internacional de medidas y normas de capital”;<sup>69</sup> nótese que este compendio incluye también los estándares que habían sido anteriormente considerados en el primer acuerdo (Basilea I) y que fueron revisados y ajustados al expedirse el nuevo acuerdo de capital al que se ha denominado en forma general como Basilea II.

Sin embargo, este Comité, a diferencia del BIS, no es producto de un tratado formal, reconocido en el Derecho público internacional, sino más bien correspondió nuevamente a una medida pragmática, ante la necesidad de contar con un órgano téc-

---

69. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, “Convergencia internacional de medidas y normas de capital (marco revisado junio 2006-versión integral)”.

nico para establecer “parámetros homogéneos” a nivel internacional, dado el inicio de la profundización del proceso de globalización financiera.

El Foro de Estabilidad Financiera (FSF por su siglas en inglés “Financial Stability Forum”) como lo señala su propia página web<sup>70</sup> se “...organizó en abril de 1999 para promover la estabilidad financiera internacional a través del intercambio de información y la cooperación internacional en supervisión y monitoreo financiero”. Son indudables los aportes que ha brindado a este proceso de identificación de la nueva arquitectura financiera, en especial en lo que respecta a la sistematización y consolidación de las normas que contienen los estándares y buenas prácticas internacionales, requeridos para asegurar la estabilidad de los mercados financieros y mitigar los efectos del riesgo de contagio, en un mercado financiero global como el actual. Como objetivo de su creación en el año de 1999 se esgrimió justamente la necesidad de contar con un “órgano” que sistematizara toda esta normativa dispersa. En los últimos tiempos coopera activamente con el Fondo Monetario Internacional, aunque a diferencia de éste, tampoco es un órgano formal internacional.

En las dos últimas cumbres del G20, en Washington y Londres, se reconoció gran importancia al FSF, pues se lo está tratando como un punto de partida para la creación de un regulador financiero global. En Londres se resolvió inclusive su cambio de nombre de “foro” a “comité”, lo que muestra el interés de la comunidad internacional de darle mayor formalidad. Sin embargo, su constitución formal como el regulador internacional, que se pretende nuevamente, dependerá de que se lo conforme como una institución internacional, cumpliendo los pasos generales y procesos del Derecho internacional público regulares.

Como se explicó en el acápite anterior, el uso del *softlaw* tiene serias limitaciones, especialmente en lo que respecta a su coercitividad y a la legitimidad de la normativa expedida por órganos informales que nacen para resolver problemas pragmáticos. Por eso, es evidente que introducir un sistema de regulación financiera global a través del *softlaw* de los Compendios de Estándares del Foro de Estabilidad Financiera, sin duda de alta calidad técnica, no tendría un efecto definitivo en el cambio de comportamiento de los actores financieros, a menos que estos Compendios de Estándares fueran recogidos por todos y cada uno de los países del mundo individualmente en sus sistemas jurídicos nacionales o a través de un nuevo mecanismo de gobernanza global que forzara su implementación a nivel internacional. Este tema se lo topará en el siguiente capítulo.

---

70. [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org)

## **LA PROMOCIÓN DE LA INTEGRIDAD DE LOS MERCADOS FINANCIEROS: CÓMO AFECTA LA “CREDIBILIDAD” Y “CONFIANZA” EN EL SISTEMA FINANCIERO GLOBAL**

El tercer principio recogido en la Declaración de la Cumbre de Washington del G20 es el de la “promoción de la integridad de los mercados” y se recogió de la siguiente forma:

Nos comprometemos a proteger la integridad de los mercados financieros del mundo impulsando la protección de los inversionistas y consumidores: evitando conflictos de interés, previniendo la manipulación ilegal de los mercados, las actividades fraudulentas y abusivas, y protegiéndolos de los riesgos de las finanzas ilícitas que surgen de las jurisdicciones no cooperativas. Promoveremos también el intercambio de información respecto de las jurisdicciones que deberán comprometerse a adoptar los estándares internacionales respecto al sigilo bancario y a la transparencia.<sup>71</sup>

El objetivo claro de este “principio” gira en torno a la necesidad de proteger a inversionistas y demás consumidores de los perjuicios que pueden sufrir por el abuso de los participantes de estos mercados globales y la consiguiente pérdida de confianza. No olvidar que los mercados financieros dependen especialmente del mantenimiento de la “confianza” entre sus participantes para funcionar eficiente y adecuadamente; y es justamente el miedo que produce la desconfianza el que crea inestabilidad financiera: ante los riesgos que no pueden ser medidos o la incertidumbre, dejan de “consumir” (en este caso dejan de invertir, dejan de financiarse, etc.) o adoptan conductas irracionales (el famoso “colchón bank”: guardar en casa el dinero en lugar de depositarlo o invertirlo en las instituciones del sistema financiero).

¿Cómo generar y mantener esta integridad de los mercados? Dado que se trata de asegurar comportamientos y conductas éticas de los individuos, los mercados han dependido fundamentalmente de generar los incentivos correctos para inducir “disciplina” en los mercados: los participantes saben que cualquier conducta incorrecta que profundice las fallas naturales de los mercados, va en perjuicio de todos y por tanto es conveniente mantener tal disciplina.

Hay tres grupos de fallas fundamentales de los mercados, que adquieren características particulares en el mercado financiero: asimetrías de información, externalidades y conductas anticompetitivas. *La falta de integridad se produce cuando un participante del mercado, conscientemente, aprovecha, induce o exagera estas fallas en beneficio propio.*

---

71. G20, “Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy”, numeral 9.

Es precisamente la existencia de estas fallas la que justifica plenamente la introducción de la regulación financiera: la regulación sistémica para asegurar la estabilidad del sistema en su conjunto; la regulación prudencial, que se orienta a generar incentivos correctos respecto a la toma de riesgo, a través de la adecuación de capital en función a éste; y finalmente la regulación para la protección a los consumidores y de la conducta de los negocios, que cuida por igual a los clientes y competidores de las instituciones financieras.

La autorregulación de los mercados, esto es, la adopción voluntaria de reglas por parte de los participantes (por ejemplo, la adopción *voluntaria* de normas del *softlaw*) puede ser insuficiente o incompleta para conseguir los mismos objetivos, especialmente ante la presencia de mercados indisciplinados, aunque en mercados de alta disciplina, donde existe una profunda cultura de cumplimiento de obligaciones, altos niveles de responsabilidad personal o donde los códigos de ética y valores pesan tanto o más que la norma jurídica expresa, puede modularse la regulación formal en forma inversamente proporcional al nivel de disciplina del mercado.

Aquí nuevamente nos encontramos con las limitaciones del *softlaw* y de los órganos de regulación financiera global, que no cuentan con mecanismos coercitivos para exigir las reglas necesarias para incentivar la disciplina del mercado financiero global. Como se explicó ampliamente, el *softlaw* no puede conseguir fácilmente la modificación de las conductas de los individuos, a menos que se pueda forzar su cumplimiento o se puedan imponer sanciones. Esto solo es posible, bajo el actual sistema jurídico, utilizando normas jurídicas formales, expedidas dentro del marco institucional formal, sujeto a las reglas de autodeterminación de cada uno de los Estados.

Cabe enumerar algunos de los problemas de la integridad de los mercados, referidos expresamente en este mismo principio común, como causas de la profundización de la desconfianza en el sistema financiero global:

- a) *conflictos de interés no revelados*. Estos se pueden neutralizar a través de la transparencia de la información, por lo que se debe evitar tanto la ocultación como la distorsión de la información;
- b) *manipulación ilegal de los mercados*, por ejemplo a través de la manipulación, distorsión o falseamiento de información para bajar/subir precios;
- c) *actividades fraudulentas y abusivas*, que aprovechan justamente la complejidad de las operaciones, los problemas de transparencia, las debilidades técnicas de ciertos participantes, etc.
- d) *riesgos de las finanzas ilícitas que se incrementa por las jurisdicciones no cooperativas*, tales como lavado de activos para financiamiento de terrorismo, tráfico de estupefacientes, corrupción y cualquier otra actividad ilícita, posible

por las dificultades de contar con una regulación financiera global. Aquí es donde toma fuerza el uso de una jurisdicción distinta única y exclusivamente para fines de “elusión” o “evasión” jurídica.

Nótese que el concepto de “manipulación ilegal” de mercados es relativo: al no existir un ordenamiento jurídico global, una conducta, que en una jurisdicción puede ser calificada de ilegal (contraria a la ley), a lo mejor en otra jurisdicción no lo es.

Por este motivo existen incentivos en los mercados financieros para aprovechar algo que podemos denominar como “arbitraje legal interjurisdiccional”, que está vinculado directamente con el nivel y con la calidad del marco institucional y legal que exista en cada jurisdicción:

- i) En lo que respecta al nivel, los participantes de los mercados buscarán las jurisdicciones más laxas, las que les permitan “ahorrar en costos económicos regulatorios” o “tener una mayor utilidad”. No se puede olvidar que existen costos económicos implícitos en la regulación financiera o las prohibiciones impuestas por la ley para crear un producto financiero específico. Un ejemplo de ello es el uso de paraísos fiscales para eludir obligaciones tributarias en la jurisdicción de origen de uno o varios sujetos de una transacción;
- ii) En lo que respecta a la calidad, las evidentes asimetrías en la capacidad de las instituciones para imponer la regulación o supervisar su cumplimiento permiten otro espacio de “arbitraje interjurisdiccional”: aun existiendo “formalmente” un marco normativo e institucional de regulación financiera adecuado, la falta de capacidad institucional, política, técnica o administrativa para implementarlo puede impedir su efectiva y eficiente implementación.<sup>72</sup> Esto sucede en muchos países emergentes y en desarrollo, donde a veces, los intereses de poderosos grupos económicos o políticos se imponen por encima del cumplimiento de la ley: la falta de verdaderos “estados de derecho”.

Los mismos euromercados, antecedente de los mercados financieros globales actuales, aprovechaban estas “asimetrías jurisdiccionales y legales”, como la solución práctica a las limitaciones regulatorias impuestas en distintas jurisdicciones frente a la necesidad de facilitar la circulación del capital del Plan Marshall, necesario para la reconstrucción europea de posguerra, se trasladaba la relación financiera a este ficticio espacio “supranacional”, donde la ley nacional no se aplica, y se “eludían” las normas restrictivas de la política monetaria impuestas para las transacciones financieras nacionales.<sup>73</sup>

---

72. En María Laura Patiño, “Lessons of the Financial Crisis in Ecuador 1999” se analizó ampliamente este problema en relación con el Ecuador.

73. Ver en este tema a Rosa M. Lastra, *Legal Foundations of International Monetary Stability*, capítulo 12, “History

El problema más evidente actual gira en torno a la competencia “interjurisdiccional” que se da en ciertos “centros financieros internacionales”, muy conocidos por las facilidades *jurídicas e institucionales* que dan para el ocultamiento de la información que proporcionan (un derecho al sigilo bancario extremo, protegido hasta a nivel constitucional como el existente en Suiza, paraísos fiscales del Caribe, etc.); por la laxitud de las normas regulatorias encaminada a atraer “inversionistas laxos”; o inclusive por la debilidad de los reguladores que permite desarrollar una serie de conductas que van en contra de la integridad de los mercados, aprovechando los insuficientes controles del cumplimiento de la regulación.

Esto abona también a la complejidad de los contratos: al usarse varias jurisdicciones en la misma transacción, fuerza a generar documentación legal muy detallada y compleja, que establezca los diferentes efectos legales en las diferentes jurisdicciones.

Finalmente, no se puede dejar de mencionar la importancia que tiene la existencia de los sistemas de administración de justicia eficientes, para asegurar la integridad de los mercados: si las partes en una transacción financiera no tienen acceso a un procedimiento de resolución de controversias o conflictos oportuno y justo, los problemas de integridad de los mercados que se detecten no pueden ser corregidos con la oportunidad suficiente, para evitar el daño a la integridad del mercado. La impunidad es otro elemento que eleva la desconfianza en el funcionamiento del mercado. Sin embargo, no todos los sistemas judiciales funcionan de la misma forma y no todos los sistemas judiciales son eficientes. Esto puede incidir positiva o negativamente en la transacción, a través de incrementar o disminuir sus riesgos y sus costos.

Por la falta de flexibilidad de muchas legislaciones nacionales para hacer viables transacciones internacionales y para permitir la aproximación jurídica, puede ser forzosa la sujeción a una jurisdicción extraña a una o a todas las partes intervinientes en un contrato. Esto incrementa los riesgos y costos de la transacción (la contratación de abogados especializados y otros especialistas en la jurisdicción de que se trate, el seguimiento de un juicio en un país extraño, etc.) que a veces no son apropiadamente incorporados en el análisis del riesgo de la transacción, generando ineficiencias económicas.

El problema está en que también la sujeción a legislaciones y a jurisdicciones, ajenas a la de los participantes en la transacción, puede ser una forma de abuso y estar dirigida justamente a asegurar impunidad o desincentivar el inicio de acciones legales, dejando en la indefensión a actores de buena fe y en la impunidad a los de mala fe. En otras ocasiones, el traslado de las relaciones contractuales a otra jurisdicción

---

of International Monetary Cooperation”, pp. 345-356 en forma amplia; y también en Manuel Eduardo Morán García, *Derecho de los mercados financieros internacionales*.

puede tener por objeto justamente quitarle la transparencia a la información y dificultar el resarcimiento de los perjuicios que se puedan ocasionar a la contraparte.

El caso Banco Central del Ecuador en contra de Conticorp S.A. que se lleva adelante en Nassau, Bahamas, desde el año 1996 es un buen ejemplo: los vehículos utilizados en las transacciones financieras identificadas como perjudiciales a los intereses del Banco Central del Ecuador, le forzaron a demandar el resarcimiento de perjuicios en esa jurisdicción. Por un lado, el acudir a “jueces especializados” en el tipo de transacciones específicas le daba mayor seguridad al demandante sobre el resultado, pero por otro, se han elevado drásticamente los costos para resolver el conflicto y dada la complejidad y dificultades que implica el seguimiento de un juicio internacional de esta naturaleza, el caso no ha podido todavía ser resuelto en forma definitiva, pese a que han transcurrido cerca de trece años de su inicio.<sup>74</sup>

Para resolver el problema de integridad de los mercados, por tanto, se necesita también asegurar la coercitividad del marco normativo e institucional; además de generar un mecanismo de aproximación jurídica más transparente, eficiente y menos costoso que el actual.

## **¿CÓMO CREAR EL MARCO INSTITUCIONAL FORMAL DE LA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL?**

No hay duda que la realidad de la globalización financiera impone la necesidad de establecer ese nuevo marco institucional y legal de regulación financiera global, entre otros motivos, como se ha explicado ampliamente en el capítulo anterior, para mitigar adecuadamente el riesgo de contagio, para volver más transparentes los productos financieros, para promover la integridad de los mercados y sobre todo, para asegurar la estabilidad del sistema financiero global. La preocupación que gira alrededor de la nueva arquitectura financiera así lo revela.<sup>75</sup>

Al revisar los fundamentos para que un sistema financiero cumpla adecuadamente con su función de asignador “eficiente” de los recursos disponibles en una economía, muchos economistas hacen referencia a una “teoría de la calidad institucional”.<sup>76</sup> En este contexto le dan especial consideración a la incidencia que tiene este

---

74. Ver detalles del caso y su historia en la resolución de la Corte de Apelación de Londres: [2007] UKPC 40 Disponible en [www.privacy-council.org.uk/files/other/Conticorp.rtf](http://www.privacy-council.org.uk/files/other/Conticorp.rtf)

75. Ver en este trabajo el título referente a La nueva arquitectura financiera internacional y los cinco “principios” comunes para la reforma de los mercados financieros.

76. Por ejemplo ver en reciente análisis sobre el marco de la crisis internacional: M. Ayhan Kose, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff y Shang-Jin We, “Financial Globalization and Economic Policies”, en *Global Working Papers*, No. 31, Brookings Institution Press, 2009; E. Prasad, K. Rogoff y S. J. We, “Financial Globalization and

factor estructural, para el crecimiento económico, en los procesos de liberalización financiera. Así, la capacidad institucional de los reguladores y supervisores públicos; la calidad de las prácticas de gobierno corporativo de las instituciones financieras; el marco legal, el nivel de corrupción y el grado de transparencia de la administración pública pueden afectar directamente la eficiencia en la asignación de los recursos en una economía.<sup>77</sup>

Rodrik, Subramanian y Trebbi<sup>78</sup> llegan a conclusiones incuestionables a base de modelos económicos acerca de cómo la calidad de las instituciones influye mucho más que la propia integración comercial, geográfica y económica en el desarrollo económico: existen evidencias de que países con marcos institucionales eficientes logran aprovechar las ventajas que se les presentan con la apertura de mercados; mientras que, al contrario, países débiles institucionalmente se pueden ver seriamente perjudicados por este proceso.

Esto ha llevado a que gran parte del análisis económico, que se ha hecho en la última década, ponga énfasis en la importancia que tiene el fortalecimiento del marco institucional para asegurar el crecimiento y desarrollo económico, incluyendo entre otros economistas muy representativos a Douglas North y Joseph Stiglitz, premios Nobel de Economía.<sup>79</sup> Bajo esta misma premisa, Basilea II también recomienda que la introducción de los nuevos estándares de regulación financiera se introduzcan, a nivel nacional, al propio ritmo del avance del fortalecimiento de los marcos institucionales nacionales, para evitar los efectos negativos que se dieron durante la introducción de la reforma financiera en los años 80 y 90, en muchos países emergentes, que presentaban estructuras institucionales débiles.<sup>80</sup>

---

Economic Policies”, en *Global Working Papers*, No. 31, Brookings Institution Press, 2009, pp. 30-31; así como ver los múltiples autores citados por Kose.

77. M. Ayhan Kose, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff y Shang-Jin We, “Financial Globalization and Economic Policies”, pp. 30-31.

78. Dani Rodrik, Arvind Subramanian, Francesco Trebbi, “Institutions rule: the primacy of institutions over geography and integration in economic development”.

79. Ver por ejemplo De la Torre y Schmukler, “Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience”, en Manuel Guitián, Félix Varela y coords., *Sistemas financieros ante la globalización*, 2000, Luis Ignacio Jácome H., “The Late 1990s Financial Crisis in Ecuador: Institutional Weaknesses, Fiscal Rigidities, and Financial Dollarization at Work”, Nouriel Roubini, “Ten Fundamental Issues in Reforming Financial Regulation and Supervision in a World of Financial Innovation and Globalization”, en *RGE Monitor*, 31 de marzo de 2008, <http://media.rgemonitor.com/papers/0/Nouriel-RegulationSupervision March08.pdf>

80. En María Laura Patiño, “Lessons of the Financial Crisis in Ecuador 1999”, se analiza ampliamente cómo la inadecuada introducción de la reforma financiera influyó en el debilitamiento del marco institucional de regulación y supervisión del sistema financiero ecuatoriano que dio lugar a la crisis financiera del Ecuador 1999 y cómo la falta de capacidad institucional, política, técnica y administrativa del Estado, para implementar la regulación financiera, profundizó la crisis.

Sin embargo, los mecanismos para introducir un marco institucional y normativa formal de carácter global, replicado a nivel nacional, dependen sustancialmente de los actuales mecanismos de aproximación jurídica, y fundamentalmente de introducirlos a través de acuerdos internacionales formalizados en los respectivos tratados;<sup>81</sup> en última instancia, de la formación de nuevas estructuras en las relaciones internacionales y de gobernanza global.

Estas circunstancias geopolíticas que verifican una necesidad real de construir una forma de “gobernanza global” que viabilice la implementación de la nueva “arquitectura financiera internacional” sustentan los dos últimos principios de la Declaración de la Cumbre del G20 que hacen referencia a la cooperación internacional y a la democratización de las instituciones financieras internacionales.

### **LA INELUDIBLE NECESIDAD DEL FORTALECIMIENTO DE LA COOPERACIÓN INTERNACIONAL PARA MITIGAR EL RIESGO DE CONTAGIO: EL NACIMIENTO DE UNA NUEVA FORMA DE “SOBERANÍA INTERNACIONAL”**

La historia de la crisis de los años 30 muestra cómo el mundo de ese entonces no tuvo la capacidad suficiente para preservar la integración económica, ni mucho menos para desarrollar propuestas de cooperación internacional efectivas.<sup>82</sup>

Antes y durante la Cumbre de Washington de octubre de 2008, se puso énfasis en la importancia de sostener la actual integración económica (la globalización), lo que sustenta plenamente el cuarto principio común para la reforma financiera que contiene un llamado expreso y urgente para reforzar los mecanismos de cooperación internacional:

Reforzar la Cooperación Internacional: Llamamos a nuestros reguladores nacionales y regionales a formular sus regulaciones y otras medidas, en una forma consistente. Los Reguladores deben fortalecer su coordinación y cooperación entre todos los segmentos de los mercados financieros, incluyendo los flujos transfronterizos de capital. Los reguladores y otras autoridades relevantes deben darle prioridad a fortalecer la cooperación en la prevención, manejo y resolución de las crisis financieras. [Traducción de la autora]

---

81. Ver en este artículo el subtítulo ¿Puede existir un sistema de regulación basado en el softlaw? EL PRINCIPIO DE MEJORAMIENTO DE LA REGULACIÓN FINANCIERA.

82. Jean Pisani-Ferry e Indhira Santos, “Reshaping the Global Economy”, IMF Financial and Development, marzo de 2009, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/03/pisani.htm>

Pero el análisis de este principio fuerza a realizar determinadas reflexiones, vinculadas fundamentalmente con el principio de la “soberanía” y la viabilidad práctica de implementar un sistema de regulación global.

Bajo los principios del Derecho internacional público no cabe imponer en un Estado la aplicación de normas de obligatorio cumplimiento en otro Estado, a menos que el Estado donde se vayan a aplicar así lo haya reconocido y aceptado voluntariamente.

Lastra explica este tema en forma correcta: “El sistema legal internacional ha sido largamente descrito como un sistema conformado por Estados soberanos iguales cuyas acciones pueden limitarse únicamente por las reglas libremente aceptadas como de obligatorio cumplimiento”.<sup>83</sup> Lastra también cita el importante precedente a este respecto contenido en el Caso Lotus expedido por la Corte Permanente de Justicia Internacional en 1927:

El Derecho internacional público gobierna las relaciones entre Estados independientes. La regla jurídica que impone esta obligación entre Estados emana de su propia auto-determinación expresada a través de convenios o por usos generalmente aceptados como expresiones de principios legales y establecidos para regular las relaciones entre las comunidades independientes coexistentes o que tengan como objetivo alcanzar intereses comunes.<sup>84</sup>

Este es el principio de “soberanía”, expresamente reconocido como pilar del Derecho Público Internacional y de la formación de los Estados. La “soberanía” se replica además, a nivel nacional, en las estructuras de los ordenamientos jurídicos y el principio de legalidad. La punta de la pirámide de Kelsen, con el que se describe el principio de legalidad, es la constitución o una norma de similar importancia que actúa como piedra angular. De esta forma cada Estado tiene pleno derecho para introducir, en su ordenamiento nacional, *únicamente* las normas jurídicas positivas (formales) de obligatorio cumplimiento y de aplicación general que concuerden con la piedra angular, incluyendo aquellas que provengan de convenios y tratados internacionales. Cualquier intento de coartar este derecho se vería como la violación del principio de soberanía, tanto en el Derecho internacional como en el nacional.

Las limitaciones que impone el principio de soberanía nacional explican la importancia que se le da a la cooperación internacional para viabilizar la introducción de un marco institucional y legal homogéneo que, a más de darle mayor transparencia a las operaciones financieras, permita generar el marco de gobernanza global que sus-

---

83. Rosa M. Lastra, *Legal Foundations of International Monetary Stability*, pp. 453-454.

84. *Ibid.*

tente el proceso de regulación financiera y de supervisión de las actividades financieras a nivel global.

Drezner (2002) hace notar que hay sectores extremos que consideran que esta nueva realidad (la globalización) fuerza a abandonar los principios tradicionales que se aplican en las relaciones internacionales, entre otros el respeto a la soberanía. Sin embargo, el tratar de forzar una reforma para devolver la “confianza” en un sistema financiero global resulta contradictorio, pues si no se explicita y fundamenta adecuadamente esa reforma, a base de un verdadero interés común de los pueblos, a la larga tal “reforma” se convertiría en un nuevo elemento de inestabilidad e inseguridad jurídica.

La proliferación del uso del *softlaw* y la continua creación de “órganos informales” para impulsar el proceso de estandarización, ampliamente explicada, son evidencias de que pese a la clara conciencia de la importancia del marco institucional y legal, para aprovechar los beneficios de la globalización y mitigar el riesgo de contagio, no se ha hecho mayor esfuerzo por adaptar los instrumentos formales internacionales, ni los ordenamientos jurídicos nacionales a esta nueva situación. O si se lo ha hecho, se ha encontrado el obstáculo de la *soberanía* como una piedra de toque “infranqueable”, ante la velocidad y dinámica de los mercados financieros. Y, como medida pragmática, se ha confiado en el uso del *softlaw* y de los órganos informales, creados informalmente para la generación de estas “reglas, lineamientos y estándares” de funcionamiento de los mercados (Comité de Basilea, el FSF, IOSCO, Grupo de los 30, G8, G20, etc.).

Justamente el hecho de que para la reunión de octubre de 2008 se haya convocado al G20<sup>85</sup> y no al G8,<sup>86</sup> como tradicionalmente ha sido la costumbre, evidencia que sí existe conciencia de que esta reforma debe ser impulsada a través de la cooperación internacional amplia para que tenga éxito.

Pero la informalidad de la conformación del G20 trae nuevos problemas de representatividad de lo demás países del mundo que no están representados en ese grupo, por lo que difícilmente los países no representados pueden ejercer su “soberanía” en un tema que es de interés general (devolver la estabilidad a los mercados financieros internacionales). Por eso mismo hay quienes han llamado a ampliar esta convocatoria, para incluir a todos los países del globo, con el objeto de que se pueda generar la confianza y credibilidad. Aquí vale mencionar especialmente el reporte preliminar producido por la Comisión Stiglitz, en donde se pone mucho énfasis en la necesidad

---

85. Que incluye a los países en desarrollo más representativos, entre estos Brasil, México y Argentina de Latinoamérica.

86. Los ocho países económicamente más poderosos.

de acudir a los organismos formales internacionales para asegurar la legitimidad de la introducción de las reformas necesarias, incluyendo al Fondo Monetario Internacional.<sup>87</sup>

En resumen, si no existe una aprobación formal y expresa de cada uno de los Estados soberanos del mundo, no puede existir un sistema de regulación financiera internacional, homogéneo, vigente y de obligatorio cumplimiento a nivel global, como el que se necesita para crear esta nueva arquitectura financiera internacional. Cualquier Estado puede, legítimamente, oponerse o negarse a aprobar su creación. Y basta un solo Estado que no se incluya en el sistema global, para crear el problema del “arbitraje legal interjurisdiccional”<sup>88</sup> que tanto ha pesado en la generación de la crisis de confianza actual.

En este tema, como en otros que afectan globalmente a la humanidad, como por ejemplo el cambio climático y calentamiento global, solo una estrecha cooperación internacional, alineada alrededor de los mismos objetivos que ponga por delante al interés de la comunidad internacional, respecto del de naciones particulares, permitiría el nacimiento de un nuevo sistema de gobernanza global, como el que aparentemente se necesita ante la realidad de la globalización y de los retos que afronta la humanidad. La pregunta que cabe es si esto es viable de conseguir en el corto tiempo.

Precisamente Rodrik,<sup>89</sup> al revisar la falta de viabilidad práctica del establecimiento de un sistema regulatorio global en el corto plazo, al que tampoco considera prudente o deseable, concluye recomendando redirigir los esfuerzos al fortalecimiento de sistemas regulatorios nacionales y regionales. Entre otras cosas señala que: “La economía global será mucho más estable y próspera con una delgada capa de cooperación internacional encima de fuerte regulación nacional, antes de intentos de construir un marco fortalecido de regulación y supervisión global...” (Traducción de la autora).<sup>90</sup> Hace notar también que de esta manera cada marco institucional y legal se construirá de acuerdo a la realidad específica, aunque en muchos casos eso signifique sacrificar determinada innovación financiera en beneficio de la estabilidad del sistema.<sup>91</sup>

---

87. The Commission of Experts of the President of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System Report, pp. 71-72, <http://www.un.org/ga/president/63/interactive/financiacrisis/PreliminaryReport210509.pdf>

88. Ver en este artículo el título “La promoción de la integridad de los mercados financieros: cómo afecta la ‘credibilidad’ y ‘confianza’ en el sistema financiero global”.

89. Ver cita sobre análisis de Dani Rodrik en revista *The Economist* “A Plan B for global finance”, marzo 12, 2009.

90. Ver análisis de Dani Rodrik en revista *The Economist* “A Plan B for global finance”, marzo 12, 2009.

91. Notar que este cuarto principio común habla también de la “coordinación y cooperación entre todos los segmentos del negocio financiero”, lo que eleva el nivel requerido de capacidad de los reguladores y supervisores.

El esfuerzo y dificultades para crear ese sistema global, a través de la negociación entre los diferentes participantes, tal y como hace notar Rodrik, puede tanto demorar como incidir negativamente en el fortalecimiento de la regulación financiera. Alcanzar el nivel óptimo de cooperación internacional puede ser utópico en el corto plazo, especialmente si se toma en consideración los niveles de “cesión” de “espacios de soberanía” que esta requeriría. Por eso si parece lógico, como Rodrik recomienda, partir de un marco básico de “cooperación internacional” y poner énfasis en el fortalecimiento de la regulación nacional o regional.

Sin embargo, el problema de este análisis de Rodrik<sup>92</sup> es que no es únicamente el proceso acelerado de globalización e innovación financiera el que ha generado la inestabilidad, desconfianza y la actual crisis. Como se explicó antes, lo que incrementa la inestabilidad es justamente el imperfecto proceso actual de aproximación jurídica que sustenta el actual sistema “regulatorio”, sobre la base del imperfecto *softlaw*.<sup>93</sup> Nótese que aun la aproximación jurídica por bloques regionales al que se refiere Rodrik<sup>94</sup> no es alcanzable a corto plazo.

Por eso cuando Rodrik habla de cooperación internacional básica, ésta debe verse a través de instrumentos formales, pues la capacidad de un Estado para intervenir e interferir en transacciones transfronterizas que generen inestabilidad financiera, solo será posible *otorgando a los Estados (y a sus reguladores y supervisores) potestades formales sobre ese espacio “supranacional” ahora fuera de control, dentro de un marco de reglas generales*. El mero uso de más *softlaw* o de infinidad de lineamientos y procedimientos impuestos por órganos *informales*, incluyendo el FSF, no generarían ni suficiente coercitividad frente a los individuos, ni asegurarían una real cooperación internacional, por la ausencia de acuerdos que incluyan espacios de “soberanía común” de los Estados en función de un interés global.

Además, únicamente a través de este tipo de acuerdos formales se puede desincentivar lo que se ha denominado como “arbitraje legal interjurisdiccional”,<sup>95</sup> por ejemplo sancionando a los Estados que faciliten esta situación y forzando una “evaluación de la capacidad institucional” de un Estado específico para fortalecer sus sis-

---

92. Ver cita sobre análisis de Dani Rodrik en revista *The Economist* “A Plan B for global finance”, marzo 12, 2009.

93. Ver en este artículo el análisis realizado en el subtítulo: “El reto de la aproximación jurídica: la estandarización y utilización del *softlaw*”.

94. Regiones que poco a poco van ajustando marcos institucionales y normativos sobre la base de principios comunes de requisitos mínimos. En este mismo trabajo ver en el título “El reto de la aproximación jurídica: la estandarización y utilización del *softlaw*”, cuarto caso de aproximación jurídica.

95. Ver en este artículo el título: “La nueva arquitectura financiera internacional y los cinco ‘principios’ comunes para la reforma de los mercados financieros” desarrollado anteriormente.

temas regulatorios y de supervisión.<sup>96</sup> Sancionar a estos Estados fuera del marco del Derecho internacional público se vería como una mera “sanción moral” o una indebida injerencia en las decisiones soberanas otro Estado.

El presidente Obama un día después de concluida la Cumbre del G20 en Londres, a principios de abril de 2009, dejaba constancia de la importancia que tiene la cooperación internacional para devolver la estabilidad financiera y hacer funcionar cualquier nuevo marco regulatorio global:

Los desafíos de nuestro tiempo amenazan la paz y prosperidad de cada nación independiente, y ninguna nación puede enfrentarlos sola... porque sabemos que el éxito de la economía norteamericana está ineludiblemente vinculada con aquel de la economía global. Si las personas de otros países no pueden gastar, eso significa que no se pueden vender los productos que se producen aquí en Norteamérica, lo que significa que se perderán más empleos y que más familias saldrán lastimadas... Si permitimos que los bancos y otras instituciones financieras alrededor del mundo actúen negligente e irresponsablemente, esto afecta a instituciones aquí en casa, al mismo tiempo que se seca el crédito y las personas no pueden conseguir préstamos para comprar una casa o un carro, para manejar su pequeño negocio o para pagar la educación... Y ahora hemos acordado en realizar la reforma más profunda en el marco de la regulación financiera en una generación, reforma que evitará que el riesgo de especulación y de abusos de los mercados que ha costado tanto a tanta gente.<sup>97</sup> [Traducción de la autora]

Sin embargo, se puede notar que este discurso no hace mayor referencia a la responsabilidad de las instituciones financieras norteamericanas en la generación y profundización de esta “crisis de confianza” en el sistema financiero global. La identificación adecuada de las responsabilidades, en la generación de la crisis, es también importante, pues, correlativamente al ejercicio de la soberanía, en una crisis económica existe también un costo económico que debe ser asumido por alguien: a través de esta cooperación internacional, el costo tendría que ser distribuido globalmente.

En la Cumbre de Londres del G20 se discutió sobre la fuente de los recursos económicos para viabilizar el plan de la reforma financiera. Pero únicamente la distribución equitativa de los altísimos costos y potenciales beneficios, sin afectar más aún a los países económicamente más débiles, es la única forma de darle credibilidad a cualquier plan de reforma financiera y recuperación económica global. Si el proceso no asegura esta “justicia redistributiva” probablemente incitaría al rompimiento de cual-

---

96. Como el propuesto, por ejemplo, con Basilea II, ver Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, “Convergencia internacional de medidas y normas de capital (marco revisado junio 2006-versión integral)”.

97. [http://www.whitehouse.gov/the\\_press\\_office/Weekly-Address-President-Obama-Hails-Unprecedented-G-20-Action-to-Address-Global-Economic-Downturn/](http://www.whitehouse.gov/the_press_office/Weekly-Address-President-Obama-Hails-Unprecedented-G-20-Action-to-Address-Global-Economic-Downturn/)

quier intento de cooperación internacional, impidiendo que los efectos de estabilización se puedan alcanzar y probablemente poniendo un freno definitivo a esta fase de integración económica internacional a la que denominamos como “globalización”.

## **LA DEMOCRATIZACIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES: EL GRAN DESAFÍO DE LA GLOBALIZACIÓN ECONÓMICA**

El quinto y último principio común de la Cumbre de Washington 2008 trata sobre la reforma de las instituciones financieras internacionales y su “democratización”:

Reformar las Instituciones Financieras Internacionales: Estamos comprometidos en avanzar en la reforma de las Instituciones creadas en Bretton Woods de forma que reflejen en forma más adecuada los cambios en el peso económico en la economía global, para incrementar su legitimidad y efectividad. A este respecto, las economías emergentes y en desarrollo, incluyendo los países más pobres, deben tener mayor voz y representación. El Foro de Estabilidad Financiero (FSF) debe ampliar sus miembros para incluir las economías emergentes; así mismo, otros órganos que establecen estándares fundamentales deben sumarse al FSF. El FMI, en colaboración con el FSF ampliado y otros órganos deberá trabajar para identificar en mejor forma las vulnerabilidades, anticipar las tensiones potenciales y actuar efectivamente para tener un rol fundamental para responder a una crisis. [Traducción de la autora]

No hay duda de las grandes tensiones, de todo tipo que ha generado el proceso de globalización económica. La agresiva oposición de principios de la década de 2000 así lo comprueba, donde organizaciones no gubernamentales enfocadas a distintos objetivos (ambientales, sociales, de género, desarrollo, etc.) aunaron esfuerzos y crearon a nivel internacional una alianza estratégica para equiparar fuerzas con la de los globalizadores. Sin embargo, existen resultados mixtos de este proceso, que generan respaldo y rechazo al mismo tiempo:

Pese a condiciones excepcionalmente favorables de la economía global, no todos han podido recibir los beneficios del libre comercio global y del movimiento de capital y trabajos. Aunque los economistas, las corporaciones y algunos políticos han sido muy favorables al proceso, los críticos arguyen que la globalización ha favorecido al capital antes que al trabajo; a los ricos antes que a los pobres.<sup>98</sup>

---

98. Jean Pisani-Ferry e Indhira Santos, “Reshaping the Global Economy”.

Así mismo, la tensión se mantiene en función a exigir el respeto de la diversidad social, cultural y ambiental.

En este escenario es donde se comienza a verificar la necesidad de contar con organizaciones internacionales más activas y representativas. Esto porque el proceso de globalización ha generado una evidente redistribución de poderes, tanto a nivel nacional, como a nivel internacional, que deben volverse a asentar en este marco de la nueva gobernanza global del que se comienza a discutir ampliamente.

Drezner (2002) hace notar que en la globalización, hasta cierto punto, son infructuosos los intentos de los países poderosos de imponer su propio marco institucional y reglas del juego en los demás países del mundo automáticamente, pese a los intereses comunes que puedan existir. Y pese al relativo peso económico que puedan tener. El fortalecimiento económico de algunos de los países emergentes más representativos (Brasil, India, China, por ejemplo), así como la madurez y credibilidad que otros van ganando poco a poco en los mercados financieros internacionales (Chile, Costa Rica, Perú e inclusive algunos países centroamericanos) vuelve más difícil la imposición de un único poder hegemónico a nivel de relaciones internacionales.

Además Drezner (2002) anota que:

La desaparición de las barreras tradicionales al intercambio comercial ha generado fricciones con políticas nacionales de regulación que pueden ser vistas como barreras para tal intercambio, tales como estándares laborales, protección ambiental, supervisión bancaria, políticas de competencia, derechos de propiedad intelectual, etc. Pero la respuesta académica a la globalización ha carecido de un análisis sustentado.<sup>99</sup>

Continúa explicando cómo los países más poderosos trivializan este proceso de globalización, pero tratan infructuosamente de maximizar las actuales ventajas que tienen, llegando al extremo de imponer su influencia en la introducción de nuevos estándares regulatorios que les convienen. Pese a eso, como se explicó, este *softlaw* resulta insuficiente para asegurar la imposición, puesto que su introducción depende de la voluntad del Estado donde se vaya a aplicar.

Sassen (2007) también nota que el desequilibrio de poderes se produce al interior mismo de las naciones, cuando por ejemplo el poder Ejecutivo asume una serie de decisiones, excluyendo al legislativo: la aprobación de un tratado internacional o, nuevamente, la adopción de estándares de aplicación internacional *softlaw* independientemente del poder legislativo. Sassen cita el caso del Reino Unido donde recién

---

99. Daniel Drezner, "Who Rules? The Regulation of Globalization", Paper presented at the annual meeting of the American Political Science Association, Boston Marriott Copley Place, Sheraton Boston & Hynes Convention Center, Boston, Massachusetts, agosto 28, 2002.

temente Gordon Brown propuso una reforma al sistema jurídico con el objeto de recuperar el equilibrio de poderes y la democracia, a través de compartir entre el poder Ejecutivo y el legislativo la toma de determinadas decisiones.

Este tipo de procesos también ha generado pérdida de gobernabilidad e incluso divisiones irreconciliables que se han resuelto a través de guerras o de disolución de Estados nacionales (caso de los Balcanes). Como un mecanismo para evitar estas divisiones, Estados que representan múltiples culturas o naciones le han comenzado a dar mayor importancia a tales diferencias.

Este escenario internacional, así como las presiones de los países más débiles para tener mayor representatividad, imponen como prioridad buscar un mecanismo para volver más “democráticas” (legítimas, representativas) a las actuales instituciones financieras formales, especialmente el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Esto porque desde su creación, en Bretton Woods en 1944, a diferencia de otros organismos internacionales, el voto de un país está directamente vinculado con el monto económico de su aporte.

Entre otros temas cuestionados está el de la inadecuada introducción de la reforma económica de los años 80 y principios de los 90, a través de la denominada “condicionalidad”,<sup>100</sup> muy cuestionada por la falta de legitimidad que creaba a nivel nacional, dada la limitada “propiedad nacional” de tal reforma; y por la insuficiente adaptación jurídica a la normativa jurídica modelo que se introdujo.<sup>101</sup>

En efecto, en muchos casos la reforma institucional y legal que se pretendió introducir a través de la condicionalidad, no solo que no solucionaba los problemas y debilidades nacionales sino que los profundizaba, al mismo tiempo que lo hacía con las crisis económicas que tuvieron que afrontar muchos de estos países.

Estos conflictos fueron desprestigiando gravemente a los organismos financieros internacionales formales, durante los últimos diez años: el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y los organismos multilaterales regionales de financiamiento fundamentalmente.<sup>102</sup>

---

100. Se denomina generalmente como “condicionalidad” a un proceso de uso generalizado en los años 80 y principios de los 90, donde los organismos multilaterales internacionales ponían recursos a disposición de los países en desarrollo, sujetos a la introducción de reformas de políticas económicas inclusive reformas legales que supuestamente ajustaban las estructuras institucionales nacionales al modelo de desarrollo que se impulsaba desde esos organismos o a los requerimientos de la globalización comercial y financiera, eliminando las barreras o restricciones existentes en las estructuras nacionales del país específico.

101. María Laura Patiño, “Lessons of the Financial Crisis in Ecuador 1999” trata ampliamente este tema; al igual que Rosa M. Lastra, *Legal Foundations of International Monetary Stability*.

102. Ver Manuel Guitián, Félix Varela y coords., *Sistemas financieros ante la globalización*; Germán Burgos, “¿De qué Estado de derecho nos habla el Banco Mundial? 1992-1998”, *El otro derecho*, Bogotá, ILSA, agosto de 2000; y María Laura Patiño, “Lessons of the Financial Crisis in Ecuador 1999”. Uno de los grandes críticos también es Joseph Stiglitz.

El Fondo Monetario Internacional, en el marco de la revisión de su rol como prestamista, en íntima relación con las reformas y planes propuestos por el G20, tanto en la Declaración de la Cumbre de Washington como de la Cumbre de Londres en abril de 2009, ha informado ampliamente respecto a la profunda revisión y modificación de la “condicionalidad”, para evitar distorsionar el rol que debe cumplir esa institución internacional frente a sus asociados.<sup>103</sup> Esto puede verse también como un mecanismo de acercamiento a la comunidad internacional y una muestra de que está dispuesto a ajustarse a las necesidades de una cooperación internacional más efectiva, ante el reto que implica la crisis.

La pregunta es si dados los antecedentes y críticas que se la ha hecho es el FMI especialmente el que puede liderar el proceso de ajustes y fortalecimiento del marco institucional y legal del sistema financiero, indispensable para la superación de la crisis. Nótese que a la fecha es la única institución internacional constituida formalmente (a través de los acuerdos de Bretton Woods dentro del sistema de la Organización de las Naciones Unidas) para fines específicos y directos, vinculados con la estabilidad del sistema financiero internacional.

La democratización propuesta es una forma de devolver esta legitimidad a las organizaciones internacionales formales, pero al igual que las acciones y retos que se enfrentan para implementar los demás principios comunes, finalmente depende de la voluntad de todos y cada uno de los Estados soberanos: todos deben estar dispuestos a tal democratización. Sin embargo, el tema de la “capacidad económica” tiene una especial connotación, pues será difícil conseguir que meros representantes formales de los países que aportan los recursos para el funcionamiento de esa nueva institución, estén dispuestos a renunciar a una participación activa en la toma de decisiones.

Especial mención merece el caso del Foro de Estabilidad Financiera (FSF): en la Cumbre de Londres del G20 de abril de 2009, que dio continuidad a la cumbre de Washington, como parte del plan de acción internacional se propuso transformar el Foro de Estabilidad Financiera (FSF) como un “Comité de Estabilidad Financiera”<sup>104</sup> a través de

(...) fortalecerlo institucionalmente y ampliar sus participantes –para fortalecer su efectividad– como un mecanismo para que las autoridades locales, los órganos emisores de estándares (SSBs) y las instituciones financieras internacionales puedan dirigir las vulnerabilidades y desarrollar e implementar políticas regulatorias, de supervisión y otras necesarias para asegurar la estabilidad financiera.

---

103. <http://www.imf.org/external/np/cm/2008/101108a.htm>

104. [http://www.financialstabilityboard.org/press/pr\\_090402b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/press/pr_090402b.pdf)

En esta arquitectura financiera el rol que le toca cumplir al FSB es vital, como se observa de la propia redefinición de sus objetivos, que entre otros temas sustanciales dice:

12. Con el tiempo, el Comité de Estabilidad Financiera (FSB) promoverá y ayudará a coordinar la alineación de los estándares internacionales a través de actividades para solucionar cualquier superposición o vacío y para clarificar las demarcaciones a la luz de las estructuras regulatorias nacionales relacionadas con el riesgo sistémico y prudencial; la integridad de los mercados y la protección de los consumidores; la infraestructura, la contabilidad y la auditoría.<sup>105</sup>

Pese a este papel fundamental que se le asigna al FSB y aunque su participación se amplía a todos los países del G20, más otros que podrán ser considerados posteriormente, no se menciona que se ponga mayor esfuerzo en formalizarla a nivel internacional, que sería el único mecanismo para realmente otorgarle la legitimidad y calidad democrática a la que me he referido. Y manteniendo esta situación, el FSB sería única y exclusivamente uno más de los órganos de expedición de estándares internacionales para los mercados financieros, estándares que por su origen no dejarían de formar parte del *softlaw* cuyas limitaciones se han explicado ampliamente.

En cualquier caso, la democratización de los organismos financieros internacionales y el “fortalecimiento institucional global” dependerá de definiciones políticas nacionales, redistribución del poder geopolítico global y como señalé, de verdaderos incentivos y credibilidad suficiente para que los actuales Estados nacionales estén dispuestos a ceder su “soberanía” a favor de órganos globales que aseguren la requerida estabilidad financiera; en última instancia, del ejercicio de la soberanía de todos los Estados.

## CONCLUSIONES

Aun el padre del liberalismo económico Adam Smith, en su principal libro *La Riqueza de las Naciones* reconocía la importancia que tiene un marco institucional y legal adecuado para el funcionamiento eficiente de la economía. Si la economía ha dejado de ser nacional y ha pasado a ser global, el gran reto que se enfrenta a la fecha es justamente conseguir establecer esa nueva arquitectura financiera internacional y un nuevo sistema de gobernanza global que supere los actuales escollos jurídicos, limitados como expliqué, por ordenamientos jurídicos fundamentalmente nacionales y por un principio de soberanía que puede poner el interés de un grupo de personas

---

105. [http://www.financialstabilityboard.org/press/pr\\_090402b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/press/pr_090402b.pdf)

organizados en una nación específica por delante del interés de la humanidad en su conjunto.

Pero pasar de un sistema nacional a uno que responda a los requerimientos de este mundo global no va a ser fácil: se deben romper los fundamentos mismos de los actuales sistemas jurídicos vigentes y crear un nuevo sistema adecuado a las circunstancias y realidades globales, con sentido ético y de justicia que permita alinear los intereses de todos los países a través de ceder algunos aspectos actualmente monopolizados por la “soberanía nacional”, a un espacio común de “soberanía global”.

Si devolver la confianza a los mercados financieros depende de una nueva arquitectura financiera internacional, definida como “el establecimiento e implementación, a nivel nacional e internacional, de reglas, principios y arreglos institucionales que aseguren la estabilidad del sistema financiero internacional, previniendo las crisis y estableciendo los mecanismos institucionales para enfrentarlas o mitigarlas”, la solución a un problema jurídico de la envergadura del descrito en los dos capítulos anteriores, puede forzar a detener o a retrasar el proceso de globalización comercial, para impedir que el círculo vicioso de pérdida de transparencia, inseguridad y desconfianza que se está produciendo con la proliferación y uso pragmático del *softlaw* se profundice, con los consecuentes efectos económicos negativos naturales a tal medida.

Soluciones regionales terminarán siendo parciales, pues aunque pueden mitigar el elemento de complejidad, no necesariamente devolverán la confianza en el sistema financiero global.

Solo una nueva forma de gobernanza global, que incluya por lo menos una “delgada capa” de compromisos globales formales, podrá sentar las bases para generar un nuevo sistema jurídico global que viabilice una nueva arquitectura financiera internacional o sistemas jurídicos nacionales más permeables, donde el interés de un solo país no se imponga sobre los intereses de la comunidad internacional. Mientras la cooperación internacional no se dirija a este objetivo, el problema se mantendrá vigente y por tanto esta crisis, que es fundamentalmente de confianza, no se podrá resolver. Sin embargo, ni las Declaraciones de la Cumbre de Washington de noviembre de 2008, ni la de Londres de abril de 2009, ni el Reporte Stiglitz le han dado mayor importancia a la complejidad que implica el proceso de aproximación jurídica, necesaria para la creación de este nuevo sistema de gobernanza global.

Mientras se siga sustentando el proceso de aproximación jurídica meramente en el *softlaw* y órganos informales, se mantendrán los incentivos perversos para la “competencia legal interjurisdiccional”<sup>106</sup> o inclusive, se profundizarán por el inevi-

---

106. Ver en este mismo trabajo el título “La promoción de la integridad de los mercados financieros: cómo afecta la ‘credibilidad’ y ‘confianza’ en el sistema financiero global”.

table riesgo moral, producto de salvatajes financieros globales, difíciles de mitigar o controlar por la complejidad de los productos financieros.

De no lograrse una aproximación jurídica y convergencia de los sistemas financieros internacionales, el mundo se verá finalmente obligado a replegarse nuevamente detrás de las fronteras nacionales, eventualmente regionales, para asegurar la estabilidad sistémica evitando el contagio, deteniendo la integración económica y globalización, con el consecuente impacto en el reciente crecimiento económico que ha estado vinculado definitivamente al crecimiento de la globalización comercial y financiera.

En este último escenario, puede terminar siendo preferible renunciar a las ventajas que pueden prestar un sistema económico global a la humanidad, so pena de que su aplicación a diferencia de lo que se busca, genere mayor inequidad económica y social e inestabilidad permanente en la economía internacional. Se repetiría la historia de los años 30 que tanto se trata de impedir en estos días por los grandes beneficios que la globalización ha traído a la humanidad (junto con los riesgos e inestabilidad).

## BIBLIOGRAFÍA

- Bootle, Roger, "Redrawing the Boundaries: Rethinking the role of the state and markets", en *Finance & Development Magazine*, No. 46, 1 de marzo de 2009. <http://vlex.com/source/finance-development-magazine>
- Buchheit, Lee C., "Did we made things too complicate", en *International Financial Law Review*, Londres, marzo de 2008.
- Burgos, Germán, "¿De qué Estado de derecho nos habla el Banco Mundial?, 1992-1998", en *El otro derecho*, Bogotá, ILSA, agosto de 2000.
- Camerini, Marcelo A., *La transparencia en el mercado de capitales*, Buenos Aires, Ad-Hoc, 2007.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, "Convergencia internacional de medidas y normas de capital (marco revisado junio 2006-versión integral)", Banco de Pagos Internacional, 2006.
- De la Torre, Augusto, Eduardo Levy-Yayati y Sergio Schmukler, "Financial Globalization: Unequal Blessings" (October 7, 2002), <http://ssrn.com/abstract=340600> or DOI: 10.2139/ssrn.34, 200.
- De la Torre, Augusto, y Sergio L. Schmukler, *Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience*, Washington DC, The World Bank/Stanford University Press, 2006.
- De Soto, Hernando, "Discurso en la Conferencia Inaugural de la International Bar Association, oct. 12, 2008", Buenos Aires, 2008.

- “Papel tóxico”, en *Newsweek en español*, 2 de marzo de 2009.
- Drezner, Daniel, “Who Rules? The Regulation of Globalization”, Paper presented at the annual meeting of the American Political Science Association, Boston Marriott Copley Place, Sheraton Boston & Hynes Convention Center, Boston, Massachusetts, ago. 28, 2002.
- Gutián, Manuel, Félix Varela y coords., *Sistemas financieros ante la globalización*, Madrid, Ediciones Pirámide, 2000.
- G20, “Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy”, 15 de noviembre de 2008, <http://www.un.org/ga/president/63/commission/declarationG20.pdf>
- Jácome H., Luis I., “The Late 1990s Financial Crisis in Ecuador: Institutional Weaknesses, Fiscal Rigidities, and Financial Dollarization at Work”, Washington, Working Paper WP/04/12, International Monetary Fund, 2004.
- Johnson, Juliet, “Financial Globalization and National Sovereignty”, editado por Boston Marriott Copley Place, Sheraton Boston & Hynes Convention Center, Boston, Massachusetts (28/AUG/2002). Paper presented at the annual meeting of the American Political Science Association, 2002.
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff y Shang-Jin We, “Financial Globalization and Economic Policies”, en *Global Working Papers*, No. 31, Brookings Institution Press, 2009.
- Lastra, Rosa M., Henry Schiffman y otros, eds., *Bank Failures and Bank Insolvency Law in Economies in Transition*, International Economic Development Law Series, vol. 9, Londres, Kluwer Law International, 1999.
- Lastra, Rosa M., *Legal Foundations of International Monetary Stability*, London, Oxford University Press, 2006.
- Lipsky, John, “Through the Looking Glass: The Links Between Financial Globalization and Systemic Risk”, *Conferencia Conjunta del FMI y de la Reserva Federal de Chicago, septiembre 2007*, Chicago, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2007/092707.htm>, 2007.
- López Ayllon, Sergio, “Globalización, Estado nacional y Derecho: los problemas normativos de los espacios deslocalizados”, en *Isonomía*, No. 11, octubre 1999.
- Marcilla Córdova, Gema, “Desregulación, Estado social y proceso de globalización”, en *DOXA Cuadernos de Filosofía del Derecho*, No. 28, 2005.
- Morán García, Manuel Eduardo, *Derecho de los mercados financieros internacionales*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2002.
- Patiño, María-Laura, “Lessons of the Financial Crisis in Ecuador 1999”, en *Journal of International Banking Regulation*, 3, No. 1, Henry Stewart Publications, julio-septiembre 2001.
- Pisani-Ferry, Jean, e Indhira Santos, “Reshaping the Global Economy”, IMF Financial and Development, marzo de 2009, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/03/pisani.htm>

- Rajan, Raghuram G., "Has Financial Development made the World Riskier?", 2005, <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2005/PDF/Rajan2005.pdf>
- Rodrik, Dani, Arvind Subramanian y Francesco Trebbi, "Institutions rule: the primacy of institutions over geography and integration in economic development", en *National Bureau of Economic Research*, octubre de 2002, <http://www.nber.org/papers/w9305.pdf>
- Rogoff, Kenneth, "Brave new financial world", en *European Voice*, 3 de marzo de 2009, <http://www.europeanvoice.com/article/2009/03/brave-new-financial-world/64469.aspx>
- Roubini, Nouriel, "Ten Fundamental Issues in Reforming Financial Regulation and Supervision in a World of Financial Innovation and Globalization", en *RGE Monitor*, 31 de marzo de 2008, <http://media.rgemonitor.com/papers/0/Nouriel-RegulationSupervisionMarch08.pdf>
- Rule of Law Working Group Sponsored by the Americas Society and Council of the Americas, "Rule of Law, Economic Growth and Prosperity", 2007.
- Salmon, Felix, "The Formula That Killed Wall Street", Condé Nast Portfolio.Com, 3 de marzo de 2009, <http://www.portfolio.com/business-news/2009/03/03/Formula-That-Killed-Wall-Street>
- Sassen, Saskia, "Globalisation, the state and the democratic deficit", *Open Democracy*, 18 de julio de 2007, [http://www.opendemocracy.net/article/globalisation\\_liberal\\_state\\_democratic\\_deficit](http://www.opendemocracy.net/article/globalisation_liberal_state_democratic_deficit)
- Saxena, Rakesh, "Great Depression Not Imminent, But Inevitable", en *Seeking Alpha*, 17 de diciembre de 2008, [http://seekingalpha.com/article/111208-great-depression-not-imminent-but-inevitable?source=article\\_lb\\_articles](http://seekingalpha.com/article/111208-great-depression-not-imminent-but-inevitable?source=article_lb_articles)
- Soros, George, "The game changer", en *Financial Times*, 28 de enero de 2009.
- "The perils of incrementalism", en *The Economist*, 27 de noviembre de 2008.

Fecha de recepción: 5 de noviembre de 2008  
Fecha de aceptación: 26 de noviembre de 2008