

¿QUIEN REGULA EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL? FOROS Y NORMAS

*Alberto Sanz Serrano**

Durante las últimas décadas se ha ido desarrollando un complejo entramado de instituciones que regulan el sistema financiero internacional. Sus normas afectan a todos los sectores del sistema financiero y, por regla general, no tienen carácter vinculante aunque ejercen un gran poder de persuasión. La integración creciente de los mercados y las crisis financieras recurrentes han puesto de máxima actualidad este tipo de regulación, en lo que ha venido en llamarse la nueva arquitectura financiera internacional. Este artículo analiza las ventajas, las dificultades y los riesgos de la coordinación financiera internacional mediante un recorrido por los principales foros y normas actualmente existentes.

Palabras clave: *sistema financiero, legislación, mercados financieros, instituciones financieras y crediticias.*

Clasificación JEL: *G18, G28.*

1. Introducción

En un mundo tan interdependiente como el actual es natural que surjan instituciones internacionales que aprueben principios básicos de actuación; pensemos en la OMC en el campo del comercio, la OIT en el del trabajo o la OMPI en el de la protección de la propiedad intelectual, por citar algún ejemplo.

En el ámbito financiero, la gran variedad de asuntos a cubrir y sus diversas ramificaciones han ido configurando un entramado de instituciones internacionales, acuerdos o foros de negociación, públicos o privados que, con mayor o menor grado de obligatoriedad, regulan casi todos los campos de la actividad financiera.

Este artículo pretende ofrecer un esquema de las principales instituciones dedicadas a la coordinación internacional de la regulación del sistema financiero. Para ello, en el apartado 2 se aborda la necesidad de coordinar la legislación financiera en el ámbito internacional. En el 3 se clarifican las funciones que abarca y los diferentes instrumentos de los que se puede valer. En el apartado 4 se indaga sobre la procedencia del poder normativo. En el apartado 5 se analizan los tres foros fundamentales en los que se lleva a cabo la regulación financiera actual: el FMI, los comités del G-10 y el Foro de Estabilidad Financiera. En el apartado 6 se tratan los avances más importantes en la regulación que afecta a los diferentes sectores: bancos, mercados de valores, entidades de seguros y conglomerados financieros. El apartado 7 está destinado al análisis de normas que afectan a varios sectores: normas de contabilidad, buen gobierno de las empresas, lucha contra el

* Técnico Comercial y Economista del Estado. Ministerio de Economía.
El autor agradece los comentarios de Cecilia Lozano Setién.

fraude, protección de los usuarios del sistema financiero y procedimientos de resolución de quiebras.

Se concluye con una visión de conjunto sobre los grandes rasgos del proceso de formación de la nueva arquitectura financiera internacional.

2. ¿Hace falta una regulación financiera internacional?

Veamos, en primer lugar, los argumentos económicos que se suelen emplear para justificar la regulación internacional del sistema financiero.

a) La estabilidad del sistema financiero puede considerarse como una externalidad en la medida en que agentes externos (fuera del mercado regulado) pueden crear inestabilidad. La amplia movilidad de capitales, los conglomerados financieros multinacionales y la estrecha relación entre sector productivo y financiero pueden favorecer el contagio de las crisis financieras. Determinados mecanismos de prevención y gestión de las crisis financieras sólo son eficaces si actúan de forma coordinada entre todos los países implicados. Así ocurre con las reestructuraciones de deuda, la creación de facilidades de crédito de respaldo, o la supervisión de entidades que operan en diferentes países.

b) La coordinación puede aumentar la eficiencia al promover una mejor canalización internacional del ahorro hacia la inversión. Mediante unas buenas normas internacionales se pueden eliminar barreras proteccionistas, aumentar la liquidez y profundidad de los mercados, aprovechar mejor las economías de escala, diversificar los riesgos y reducir los costes de transacción generados por la existencia de diferentes sistemas normativos.

c) Unos mercados financieros muy integrados requieren normas integradas de defensa de la competencia. Pequeñas distorsiones a la competencia pueden causar graves fallos en la asignación de recursos, especialmente cuando los agentes disfrutan de gran libertad de movimientos. Dentro de este objetivo podríamos hablar de normas internacionales que fomenten la igualdad de trato, la transparencia informativa y que prevengan y corrijan las conductas fraudulentas.

d) Además, si existen reglas comunes en diferentes países, deberán existir mecanismos coordinados que vigilen su adecuada aplicación. Para ello será necesario dotarse de reglas comunes de supervisión y de mecanismos de colaboración entre reguladores y supervisores.

e) Por último, la reforma de las reglas comunes requiere de foros comunes de estudio y de creación de opinión.

A pesar de lo atractivos que puedan parecer estos argumentos, son varios los inconvenientes de la regulación financiera internacional:

— Que la regulación sea inadecuada debido a un análisis erróneo de los problemas.

— Que, aun siendo adecuada, sea excesivamente costosa para los beneficios que reporta.

— Que, aun siendo adecuada y no imponiendo demasiados costes de cumplimiento, dé lugar a conductas de arbitraje entre regulaciones. Este riesgo es especialmente elevado en un contexto de alta movilidad de capitales como el actual.

3. Contenido y alcance de la regulación internacional

El contenido de la regulación internacional del sistema financiero es similar al de la regulación nacional. Engloba básicamente las siguientes funciones:

a) Autorizar a las entidades para que puedan operar en sus respectivos mercados.

b) Fijar los requisitos de información que han de suministrar las entidades financieras.

c) Supervisar su funcionamiento.

d) Sancionar a quienes incumplan las normas.

e) Modificar la normativa a medida que sea necesario.

f) Evitar que los agentes escapen a la regulación a través de terceros países no sujetos a coordinación. Esta función es especialmente importante en el ámbito que aquí estudiamos, no sólo como forma de evitar la competencia normativa entre países, sino porque los agujeros normativos pueden dar lugar a contagios que impidan ejercer adecuadamente las cinco funciones anteriores.

El conjunto de entidades que pueden ser objeto de regulación son todas las que operan en el sistema financiero, fundamentalmente bancos y demás entidades de crédito, entidades de seguros, fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva y empresas de servicios de inversión.

Respecto al alcance de la regulación financiera internacional, hay que decir que, a diferencia de la doméstica, exige una cesión de soberanía no siempre fácil de aceptar. Tal vez por ello, la coordinación se haya llevado a cabo a través de «normas blandas»¹, aparentemente voluntarias, desarrolladas en grupos de trabajo poco conocidos por la opinión pública, de carácter muy técnico, donde están representados los principales países desarrollados y con poco nivel de autonomía respecto de las autoridades nacionales. Con esto no queremos decir que sea necesaria una autoridad financiera mundial², de carácter internacional y alto grado de independencia. Un exceso de coordinación financiera internacional bien pudiera ser tan negativo, como la ausencia total de la misma.

4. ¿De dónde surge la capacidad normativa?

Ya hemos indicado que no existe una institución internacional con competencias generales para la regulación financiera internacional. Sin embargo, si por un momento hacemos abstracción de las instituciones comunitarias, sí podríamos decir que el FMI y el G-10 se han ido consolidando como las dos instituciones de referencia en materia de regulación financiera. Así, el G-10 (a veces, simplemente el G-7) actúa como una primera instancia para la propuesta de normas, mientras que el FMI se encarga de ponerlas en práctica mediante su enorme poder de persuasión. El Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS³), por su

parte, presta apoyo logístico al G-10 pero no asume competencias como regulador, aunque suministre informes y datos muy valiosos para el análisis del sistema financiero internacional.

Lo curioso es que ninguna de estas tres instituciones nacieron para realizar estas funciones. El FMI fue concebido como un garante del equilibrio de balanza de pagos entre Europa y EE UU, tras la Segunda Guerra Mundial. El BIS nació en 1930 para facilitar la canalización de los flujos de reparaciones de guerra de Alemania en el marco de los planes Dawes y Young. El G-10, por su parte, surgió como forma de aumentar la liquidez internacional.

A lo largo del artículo veremos cómo las instituciones nacen de situaciones de necesidad muy concretas, generalmente en periodos de crisis (ver Recuadro 1) pero con el paso del tiempo, si su trabajo es consistente y disponen de respaldo político suficiente, acaban por asumir competencias en las que no se había pensado inicialmente.

5. Principales foros de regulación

Las instituciones de Bretton Woods como reguladoras

El Fondo Monetario Internacional es la institución clave en regulación del sistema financiero internacional. Su capacidad para elaborar y aplicar normas financieras procede de tres fuentes diferentes:

- Los Estatutos del FMI.
- Su actividad como prestamista.
- Su alto poder de persuasión.

Las normas vinculantes contenidas en los Estatutos del FMI son las siguientes:

a) Libertad de movimientos de capitales relacionados con operaciones de cuenta corriente (artículo VII, sección 2). Esta cláusula, sin embargo, no se aplica a las restricciones existentes a la fecha de constitución del FMI. En 1998, el FMI planteó la necesidad de modificar sus estatutos para garantizar la plena movilidad de capitales entre todos los Estados miembros. Por el momento, no se han producido avances al respecto.

¹ Según las define Alexander, las «normas blandas» no generan obligaciones de derecho internacional y actúan más bien como recomendaciones de interés común a las que los Estados se adhieren voluntariamente.

² Eatwell y Taylor recomendaron la creación de una autoridad financiera mundial (*World Financial Authority*) que asumiría las funciones aquí señaladas. EATWELL (2001).

³ Bank for International Settlements.

RECUADRO 1

LA REGULACION FINANCIERA COMO RESPUESTA A LAS CRISIS FINANCIERAS

Casi todos los grandes avances de la regulación financiera internacional han ido precedidos de episodios de crisis, que aceleraron la adopción de los acuerdos. Veamos los siguientes ejemplos:

Sistema de Bretton Woods. Durante los años 50 y 60, hasta la ruptura del sistema de Bretton Woods, la coordinación financiera internacional estuvo centrada en la estabilidad de los tipos de cambio. Las crisis fueron escasas y rara vez inducidas por riesgos individuales. El Sistema de Bretton Woods corregía los excesos del unilateralismo del período de entreguerras.

Ruptura de Bretton Woods. La fluctuación de los tipos de cambio tras la ruptura del sistema de Bretton Woods favoreció una mayor exposición al riesgo que, acompañado de una creciente movilidad de capitales, permitía una mayor transmisión de crisis entre fronteras. Así, por ejemplo, en 1974 las autoridades alemanas tuvieron que cerrar el Banco Herstatt que había sufrido fuertes pérdidas en los mercados de divisas. Su quiebra produjo graves dificultades sobre el sistema de pagos de EE UU. Como respuesta a estas crisis el G-10 decidió crear diferentes comités sectoriales, en especial, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria.

Crisis de la deuda (años 80). La crisis de la deuda de Latinoamérica afectó de lleno a la banca norteamericana, que había concentrado demasiados créditos en la región. Así, por ejemplo, los nueve mayores bancos de EE UU habían concedido créditos a México, Argentina y Brasil, que superaban el 140 por 100 de sus recursos propios. En esta coyuntura, el FMI aprobó nueva financiación para que los países endeudados pudieran atender los pagos pendientes. Los acreedores privados, a cambio, se comprometieron con el FMI a no cerrar del todo la financiación a la región y a reestructurar los pagos pendientes. Para poder financiar la operación, el FMI se vio obligado a incrementar sus recursos en casi un 50 por 100, ele-

vando las cuotas de los países miembros del FMI. El Congreso de EE UU aceptó esta nueva contribución al FMI pero vio necesario reforzar la solvencia de la banca mediante una elevación de sus requerimientos de recursos propios. La banca norteamericana se quejó entonces de que no podría hacer frente a la competencia de otros países, especialmente de los bancos japoneses, con menores requisitos de solvencia. Así pues, la elevación del requisito de solvencia en los EE UU, quedó finalmente condicionada a que se alcanzara un acuerdo internacional de armonización del coeficiente de solvencia que se firmó finalmente en 1988 como el Acuerdo de Capital de Basilea.

Crisis cambiarias de los noventa. Los últimos diez años han estado salpicados de crisis cambiarias como la del Sistema Monetario Europeo (en 1993 y 1995), la de México a finales de 1994, la de los países asiáticos (Malasia, Tailandia, Corea, Indonesia, etcétera) en 1997, la de Rusia en 1998, la de Brasil en 1998 y la de Argentina desde finales de 2001. Tras la crisis de México, el G-7 reunido en *Halifax* en 1995, acordó que la regulación de los mercados financieros internacionales no debería dejarse en manos de los comités del G-10, sino que debería ser objeto de debate intergubernamental. Ningún avance concreto siguió a esta decisión, pero la crisis rusa de 1998, y el derrumbe del fondo *Long Term Capital Management* precipitaron la creación del Foro de Estabilidad Financiera así como la elaboración del Programa de Evaluación del Sistema Financiero del FMI y del Banco Mundial.

Las crisis financieras del siglo XXI. Ya en nuestros días, los recientes descubrimientos de grandes fraudes contables en EE UU (*Enron*, *WorldCom*, etcétera) han dado lugar a un creciente interés por las normas contables internacionales y por los códigos de buen gobierno de las empresas.

b) Prohibición de fijación de tipos de cambio múltiples (artículo VIII, sección 3).

c) Prohibición de ligar la emisión de moneda a las reservas de oro. (Cláusula introducida en los Acuerdos de Jamaica de 1976, tras la ruptura del Sistema de Bretton Woods).

d) Supervisión del sistema monetario internacional (artículo IV, sección 2). En principio, esta facultad de supervisión sólo se refiere al sistema monetario y a los regímenes cambiarios, pero en la práctica ha sido invocada para la supervisión de todo sistema financiero de los países miembros. Así, se observa en el Programa de Evaluación del Sistema Financiero (FSAP⁴) que

llevan a cabo conjuntamente el FMI y el Banco Mundial. El FSAP tiene un alcance más amplio que la mera supervisión del régimen monetario y cambiario, por lo que, en principio, ningún país miembro del FMI podría verse obligado a seguir el FSAP.

e) Desde 1969, el FMI tiene competencia para crear activos líquidos internacionales denominados Derechos Especiales de Giro (DEG). Los DEG son emitidos por el FMI y asignados a los Estados miembros del FMI, en proporción de la cuota de cada país en el Fondo. A pesar de la intención de los Estatutos del FMI de hacer del DEG el principal activo de reserva del sistema monetario internacional, su uso ha quedado prácticamente reducido a servir de unidad de cuenta en grandes instituciones internacionales, especialmente el propio FMI. A principios de

⁴ FSAP. Financial System Assessment Program. Programa de Evaluación del Sistema Financiero

ESQUEMA 1

PRINCIPALES INSTRUMENTOS DE REGULACION FINANCIERA INTERNACIONAL

Fin	Campo de regulación	Instrumentos más importantes	Ambito de aplicación
Eficiencia	Libertad de circulación de capitales	Libertad movimientos financieros derivados de operaciones por cuenta corriente. (FMI, Artículo VII. Sección 2ª) Código de Liberalización de los Movimientos de Capital (OCDE) Libertad de circulación de capitales del Tratado de la UE	Entre miembros del FMI Obligatorio entre miembros de la OCDE Frente a todo el mundo
	Libertad de prestación de servicios financieros	Código de Liberalización de las Operaciones Invisibles Corrientes. (OCDE) Acuerdo GATS de la OMC Mercado interior de servicios financieros	Obligatorio entre partes Cláusula de Nación más favorecida «rebajada» Espacio Económico Europeo
	Aumentar la liquidez de los mercados	Derechos Especiales de Giro emitidos por el FMI Acuerdo General de Préstamos (AGB)	Países miembros del FMI Inicialmente, entre países del G-10
	Mejorar la gestión del riesgo	Pilar I del nuevo Acuerdo de Basilea Principios básicos para los sistemas de pagos de importancia sistémica (CPSS)	En negociación G-10 y adhesión voluntaria del resto
	Costes de transacción	Armonización de prácticas de mercado por agentes privados (ISDA, ISMA, CUSIP, ISIN, etcétera)	Aplicación voluntaria
Ajuste en caso de crisis	Prestamista en última instancia	Préstamos del FMI Líneas de crédito contingentes privadas o públicas	Países del FMI que lo solicitan. Condicionalidad Concesión voluntaria. Préstamo previo del FMI
	Tratamiento de la deuda externa	Club de París, previo programa de saneamiento del FMI Club de Londres Código internacional de quiebra Cláusulas de acción colectiva	Voluntario. Acreedores soberanos Voluntario. Acreedores privados En proceso de debate Voluntarias, entre partes contratantes
Defensa de la competencia	Igualdad de trato	Prohibición de tipos de cambio múltiples Mismos requisitos de solvencia para bancos (Acuerdo de Capital de Basilea 1988)	Países del FMI Obligatorio negociantes. Voluntario para resto
	Mayor transparencia	Estándares internacionales de difusión de datos (SDSS y GDSS) Mayor transparencia para bancos (Pilar III del Nuevo Acuerdo de Basilea) Normas contables internacionales (IASB) Normas de auditoría internacionales (IFAC) Estadísticas de instituciones internacionales (FMI, OCDE, BIS)	Voluntario para países del FMI En negociación Voluntaria. Será obligatoria en la UE Voluntaria Elaboración por cada institución
	Lucha contra el fraude	Lucha contra el blanqueo de capitales (GAFI) Lucha contra la financiación del terrorismo (GAFI)	Obligatoria para Estados firmantes Obligatoria para Estados firmantes
	Protección del usuario de servicios financieros	Códigos de buen gobierno Sistemas de seguro de depositantes Sistemas de seguro para inversores	Voluntario Ausencia de estándares generalmente aceptados Ausencia de estándares generalmente aceptados
Aplicación efectiva de las normas	Supervisión de entidades	Bancos: Estándares mínimos del BCBS Mercados de valores: principios de la IOSCO Principios básicos de supervisión: IAIS Pilar II del nuevo Acuerdo de Basilea	G-10 y adhesión voluntaria del resto IOSCO y adhesión voluntaria IAIS y adhesión voluntaria del resto En negociación
	Colaboración entre reguladores	Foro conjunto IOSCO, BCBS, IAIS Foro de Estabilidad Financiera	Entre partes negociantes Integración de otros foros
	Aplicación efectiva de los códigos de comportamiento	Identificación de estándares clave (Foro de Estabilidad Financiera) Informes de Seguimiento de los Códigos de Conducta (ROSC del FMI) Programa de Evaluación del Sistema Financiero (FMI / BM)	Voluntario para todos Voluntario para países del FMI Voluntario para países del FMI
Propuestas de reforma	Competencia entre instituciones para atraer hacia sí la capacidad normativa		

2002 los DEG representaban tan sólo el 1,2 por 100 del total de reservas en poder de los bancos centrales.

En segundo lugar, como prestamista a los países con dificultades de balanza de pagos, el FMI tiene capacidad para imponer condiciones para el desembolso de los créditos. La crisis asiática puso de manifiesto que un sistema financiero poco transparente y mal supervisado podía generar graves perturbaciones económicas. De esta forma, el FMI ha ido ampliando las condiciones tradicionales de estabilidad macroeconómica con otras de carácter microeconómico que afectan al buen funcionamiento del sistema financiero.

La tercera fuente de la que procede la capacidad normativa del FMI es su poder de persuasión sobre toda la comunidad internacional. En este sentido, el FMI viene elaborando en los últimos años numerosas recomendaciones para el buen funcionamiento del sistema financiero internacional. Estas recomendaciones o códigos no tienen, en principio, carácter vinculante. Ahora bien, numerosos países se acogen a ellos de forma voluntaria. Para verificar el grado de seguimiento de estas recomendaciones, el FMI dispone de dos instrumentos: el ROSC⁵ y el programa FSAP. Los países que se acogen al FSAP son objeto de un examen en detalle de la salud de su sistema financiero, de cara a mejorar los sistemas de prevención de crisis. El programa ROSC valora también la aplicación de códigos sobre transparencia en la publicación de datos estadísticos (ver Esquema 2).

Estos códigos proceden de diversas instituciones; algunos han sido elaborados íntegramente por el FMI, aunque otros proceden de instituciones tales como el Comité de Supervisión Bancaria, Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación, IOSCO... El Cuadro 2 recoge una lista de los principales códigos actualmente existentes. En la columna de seguimiento se indica si el código es objeto de seguimiento dentro del ROSC, del FSAP o si ha sido incluido por el Foro de Estabilidad Financiera dentro de la lista de Códigos fundamentales (*Key Standards*).

⁵ *Reports on the Observance of Standards and Codes*. Informes sobre el cumplimiento de los Estándares y Códigos.

El Banco Mundial también interviene en la regulación del sistema financiero internacional, mediante las siguientes vías de actuación:

a) Como emisor de referencia en los mercados financieros. El Banco Mundial es uno de los emisores más activos en los mercados financieros internacionales. Sus emisiones han sido pioneras en muchos aspectos y se han convertido en guía para muchos emisores privados. (Fue la primera gran institución en realizar un *swap* de monedas en 1981; la primera en emitir un bono global en 1989, que se colocó simultáneamente en todos los mercados del mundo; y la primera en lanzar en 2000 un bono global a través de Internet).

b) Como colaborador en la ejecución del FSAP. El Banco Mundial ha ido acumulando valiosas experiencias en la asistencia técnica a los países en desarrollo. Por este motivo, el Banco Mundial colabora junto con el FMI en la ejecución del FSAP.

c) Mediante la elaboración de algunos códigos propios. Así, por ejemplo, el BM se encuentra actualmente coordinando a numerosas instituciones en la elaboración de unos principios sobre sistemas de quiebra y derechos de los acreedores.

Los acuerdos para la libre prestación de servicios financieros

Los acuerdos de liberalización de la prestación de servicios financieros son una herramienta muy eficaz y de rápida aplicación para la mejora de la eficiencia del sistema financiero. En primer lugar, permiten que las empresas financieras amplíen su mercado y aprovechen las economías de escala, tan importantes en el sector financiero. A la vez, estimulan la competencia mediante la entrada en el mercado nacional de instituciones financieras extranjeras, que pueden aportar nuevo *know how* al negocio. Por último, la liberalización amplía la capacidad de financiación de las empresas y permite una mayor diversificación de las carteras de los inversores.

Su mayor inconveniente, sin embargo, radica en la posibilidad de contagio de crisis financieras mediante quiebras consecutivas o por la mera correlación entre mercados. De ahí, que la

ESQUEMA 2

CODIGOS Y ESTANDARES PARA UNA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

Códigos elaborados por el FMI

Código	Contenido	Seguimiento		
		ROSC	FSAP	FEF
Difusión de la información	Los países que se acojan a estos códigos han de publicar de forma periódica y sin demoras la información más relevante sobre su situación económica general: el sector real, mercado de trabajo, mercados financieros, la política monetaria y fiscal, balanza de pagos, la deuda externa, etcétera. El FMI ha elaborado dos tipos de códigos diferentes, uno general (GDSS ¹), para todos los países y otro especial (SDSS ²), más exigente, para aquellos países que quieran realizar emisiones en los mercados financieros internacionales. Unos 49 países se han acogido al sistema especial y 45 al general	✓		✓
Transparencia fiscal	Establece unos principios básicos a seguir en todas las fases de la presupuestación del sector público: delimitación del sector público, elaboración y ejecución de los presupuestos, controles externos y requisitos de información.....	✓		✓
Transparencia de la política monetaria y financiera	En él se definen sistemas para delimitar con claridad las funciones y responsabilidades del Banco Central y otros reguladores del sistema financiero, además de imponer requisitos sobre transparencia en la información	✓	✓	✓

Otros códigos no elaborados por el FMI

Código	Contenido	Seguimiento		
		ROSC	FSAP	FEF
Supervisión bancaria	Comité de Basilea	✓	✓	✓
Regulación del mercado de valores	IOSCO.....	✓	✓	✓
Supervisión del sector seguros	IAIS	✓	✓	✓
Sistemas de pagos de importancia sistémica	CPSS.....	✓	✓	✓
Buen gobierno de las empresas	OCDE			✓
Contabilidad	IASB			✓
Auditoría	IFAC			✓
Quiebras y derechos de acreedores	Varias iniciativas			✓
Blanqueo de dinero	GAFI.....			✓
Financiación del terrorismo	GAFI.....			✓

NOTAS:

ROSC: programa de seguimiento del cumplimiento de estándares del FMI (Reports on the Observance of Standards and Codes).

FSAP: programa de Evaluación del Sistema Financiero.

FEF: considerado como código fundamental (Key Standard) por parte del Foro de Estabilidad Financiera.

¹ General Data Dissemination System.

² Special Data Dissemination System.

FUENTE: FMI, FEF y elaboración propia.

liberalización internacional de servicios financieros haya de ir acompañada de mejores sistemas prudenciales, de supervisión y de gestión de las crisis. Por ello, es habitual que en los acuer-

dos de liberalización se incluyan cláusulas prudenciales que suspenden la liberalización ante problemas de estabilidad del sistema financiero.

De todos los acuerdos que existen en este campo, vamos a hacer referencia a los cuatro de mayor extensión: los dos códigos financieros de la OCDE, la formación del mercado integrado de servicios financieros en la UE y los acuerdos de liberalización de servicios financieros firmados en el marco del GATS.

El código de la OCDE sobre Liberalización de los Movimientos de Capital fue adoptado en 1961 y revisado en 2001. Tiene carácter vinculante, ya que debe ser suscrito y aplicado por cualquier país que entre en la OCDE. Este código obliga a que los países miembros de la OCDE vayan suprimiendo progresivamente las restricciones a la circulación de capitales que se aplican entre ellos. Para ello, se clasificaron todos los tipos de movimientos de capital en cuatro listas: A, B, C y D. Las operaciones de las listas A y B, debían ser liberalizadas desde el principio, mientras que las contenidas en las listas C y D, serían objeto de liberalización posterior. El código incluye también numerosas excepciones, algunas de las cuales todavía persisten.

En segundo lugar, cabe mencionar el código de la OCDE sobre Liberalización de las Operaciones Invisibles Corrientes. Este código data de la misma fecha y tiene también carácter vinculante. Por operaciones invisibles corrientes se entiende una extensa lista de actividades de servicios (comercio, transporte, servicios personales etcétera) en la que se incluyen también los servicios bancarios, de seguros y otros servicios financieros. Este código insta el principio de no discriminación entre nacionales y extranjeros para los servicios liberalizados, si bien se mantienen extensas listas de servicios no liberalizados.

Por lo que respecta a la UE, podríamos decir que se trata del proceso de integración financiera y monetaria más avanzado de cuantos existen. De forma muy sintética, éstos son los principios sobre los que se asienta la integración financiera en la UE:

a) Armonización de la normativa básica, tanto en lo que se refiere a normas prudenciales, de comportamiento como de estándares de información financiera.

b) Reconocimiento mutuo de la legislación del resto de países.

c) Pasaporte comunitario: una vez autorizada una entidad en su país de origen puede operar en todo el territorio.

d) Supervisión nacional por parte del país de origen sobre una base consolidada.

e) Amplia cobertura sectorial: banca, entidades de seguros, empresas de servicios de inversión.

f) Como singularidad del proceso de liberalización comunitario, es interesante destacar que la libre circulación de capitales se aplica *erga omnes*, y no sólo entre miembros.

Este profundo proceso de integración precisa de un regulador con alta capacidad normativa. Por ello, en los últimos meses se ha reformado el entramado institucional que genera la normativa financiera, con el fin de dotarle de mayor flexibilidad. En el Recuadro 2, se explica el procedimiento para la elaboración y aplicación de la normativa financiera en la UE.

El último gran ámbito de acuerdos de liberalización de servicios financieros es el que se abrió con la firma del GATS (General Agreement on Trade in Services). El GATS entró en vigor en 1995 con el objetivo de favorecer la libre prestación de servicios (incluidos los servicios financieros) entre países de la Organización Mundial del Comercio, mediante la negociación de preferencias en las sucesivas rondas de negociación. Los principios generales del GATS son similares a los establecidos por el GATT para el comercio de mercancías, pero con algunas singularidades:

- Principio de cláusula de nación más favorecida: implica que las concesiones otorgadas a un país se han de aplicar automáticamente al resto de países miembros de la OMC. Las dificultades para aplicar esta cláusula en el ámbito de los servicios, dieron lugar a que el propio GATS permita excepciones en la negociación inicial, siempre que éstas tuvieran una duración máxima de diez años (hasta 2004), al cabo de los cuales deberían ser objeto de renegociación.

- Principio de transparencia, que obliga a los países a hacer públicas sus regulaciones y restricciones.

- Obligación de permitir los pagos relacionados con los servicios liberalizados. Esta obligación es similar a la libertad de movimientos financieros derivados de operaciones por cuenta corriente contenida en los estatutos del FMI (FMI, artículo VII, sección 2ª).

RECUADRO 2

INSTITUCIONES COMUNITARIAS DE REGULACION FINANCIERA

La UE es, sin duda, el mejor ejemplo de integración financiera y monetaria entre diferentes países. Este amplio espacio financiero integrado requiere mecanismos ágiles para la elaboración de las normas financieras. El informe Lamfalussy de 2001 propuso una reforma en la elaboración de las normas referidas al mercado de valores. Por el momento, estas reformas institucionales sólo afectan a la regulación del mercado de valores, pero es previsible que se extiendan a otros ámbitos de la regulación financiera. Veamos, pues, cómo queda el reparto de competencias reguladoras, tras la aplicación del Informe Lamfalussy.

En materia financiera, como en el resto de competencias comunitarias, la Comisión Europea tiene el derecho exclusivo de formular las propuestas normativas. Ahora bien, como sugería el Informe Lamfalussy, era necesario encontrar un procedimiento dinámico para que el trámite legislativo en el Consejo y en el Parlamento no retrasara en exceso la adopción de las normas. La solución adoptada es que la Comisión formula propuestas marco. Estas propuestas marco siguen su tramitación habitual en el Consejo y el Parlamento, sin pérdida de competencias para estas dos instituciones.

Una vez adoptadas estas normas marco, la Comisión goza de plenas competencias para su desarrollo, aunque deba mantener puntualmente informadas al resto de instituciones. Para esta labor de desarrollo, la Comisión cuenta con varios grupos consultivos:

El Comité Europeo de Valores (*CEV, European Securities Committee*). Su labor fundamental es la de servir como órgano consultivo a la Comisión en la fase de elaboración de las normas. Está formado por representantes de los EE MM. Adicionalmente, el BCE y el CERV tienen la condición de obser-

vadores, así como Noruega e Islandia, países pertenecientes al Espacio Económico Europeo.

El Comité Europeo de Reguladores de Valores (*CERV, Committee of European Securities Regulators*). Fue creado, al igual que el CEV, en junio de 2001 a raíz de las sugerencias del Informe Lamfalussy. El CERV actúa como grupo de apoyo de la Comisión en temas de mercados valores y supervisa la aplicación de la normativa comunitaria en los Estados miembros. Está integrado por los reguladores nacionales de los mercados de valores, junto con el presidente del CEV y representantes de Noruega e Islandia, como miembros del Espacio Económico Europeo. El CERV ha asumido todos los acuerdos firmados por el ya desaparecido Foro Europeo de Reguladores (*FESCO, Forum of European Securities Commissions*).

El Grupo Giovannini. Fue creado en 1996 como grupo consultivo de la Comisión. A diferencia del CEV y del CERV está formado por agentes privados, además de miembros de la Comisión. Su labor es meramente la de estudio para la Comisión. Ha preparado informes sobre temas tales como el mercado de repos en Europa o los sistemas de liquidación transfronterizos, entre otros.

Por último, cabe señalar que, tanto el Consejo de Economía y Finanzas (*ECOFIN*) como el Parlamento, se han ido dotando de grupos consultivos que les permiten realizar un mejor seguimiento de las normas. Así, por ejemplo, el ECOFIN está asistido en cuestiones de regulación financiera por el Comité Económico y Financiero (*CEF*), cuya misión es la de preparar los asuntos de regulación financiera, que se tratan en el ECOFIN. Asimismo el CEF cuenta con el apoyo del denominado *Grupo Brounhs*, que trabaja como grupo consultivo del CEF en temas relacionados con la deuda pública.

Junto a estos principios generales aplicables a todo tipo de servicios financieros se aprobó también un Anexo sobre servicios financieros que engloba a la práctica totalidad de servicios financieros: servicios bancarios, intermediación en mercados financieros, servicios de compensación y liquidación, asesoramiento financiero, seguros, etcétera. Los únicos servicios que no pueden ser objeto de concesiones en el marco de este Anexo son los ligados a la política monetaria y a los sistemas de tipos de cambio o los sistemas públicos obligatorios de seguridad social.

A pesar de esta amplia cobertura para la apertura de negociaciones, lo cierto es que no fue hasta 1997 cuando se firmó un acuerdo de liberalización de prestación de servicios financieros conocido como el Quinto Protocolo del GATS y que entró en vigor en marzo de 1999. El Acuerdo de 1997 es plurilateral ya

que sólo fue firmado por 70 países. Los países de la UE, dada la existencia de un mercado interior único, asumieron compromisos de liberalización comunes.

El sistema de comités del G-10

El origen del G-10 hay que encontrarlo en la firma, en 1962, del GAB (*General Agreement to Borrow*) por parte de diez países: Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Países Bajos, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos. Posteriormente se uniría Suiza y entrarían como observadores la Comisión Europea, el BIS y el FMI. El GAB consistía en un «fondo dentro del Fondo Monetario Internacional» por el que los países firmantes se concedían recursos adicionales a los que podían obtener mediante el recurso habitual al FMI. Aunque inicialmente

estaba previsto para préstamos entre miembros, con el tiempo se ha usado para financiar a economías emergentes. El G-10 carece de estatutos y reglas de funcionamiento, si bien algunos de sus acuerdos han ido configurándose como auténticos estándares internacionales.

Los ministros de Economía y gobernadores de los bancos centrales del G-10 se reúnen dos veces al año, aprovechando la reunión periódica del Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI (antes denominado Comité Provisional). Ahora bien, mientras que en el CMFI están representadas todas las sillas del directorio ejecutivo del FMI, en el G-10 sólo participan los 11 países miembros. Además, los gobernadores de los bancos centrales del G-10 se reúnen mensualmente en el BIS. Junto a estas reuniones de alto nivel, se han ido configurando diversos comités del G-10, radicados en el BIS, que se han ido convirtiendo en los principales foros internacionales para la formulación de propuestas de regulación financiera. Estos comités suelen tener un carácter técnico y trabajan con un alto grado de autonomía respecto del poder político de los Estados miembros del G-10. El BIS presta apoyo logístico a los comités pero sin interferir en su trabajos. Estos comités son básicamente el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (más conocido como Comité de Basilea)⁶, el Comité sobre Sistemas de Pagos y Liquidación⁷ y el Comité del Sistema Financiero Global⁸. Sus principales aportaciones serán objeto de estudios en el apartado referido a la regulación bancaria internacional.

El enfoque integrado del Foro de Estabilidad Financiera

En 1999, el entonces presidente del Bundesbank, presentó al G-7 un informe⁹ en el que se analizaba la situación de la regulación financiera internacional y se proponía la creación de un Foro de Estabilidad Financiera.

El informe constataba la necesidad de integrar la regulación financiera prudencial de carácter microeconómico con los aspectos macroeconómicos, hasta ahora tratados de forma separada. Igualmente, se recalca la necesidad de mayor coordinación entre las instituciones financieras internacionales (FMI, BM, BIS, OCDE, BCBS, IOSCO, IAIS, CPSS, Foro Conjunto, etcétera). Por último, consideraba necesario incrementar la participación de los países emergentes en la elaboración y aplicación de las normas financieras internacionales.

El informe identificó tres áreas en las que se necesitaban progresos:

- Sistemas de detección temprana de crisis financieras.
- Un conjunto de estándares internacionales para el funcionamiento del sistema financiero.
- Una mejor supervisión de los conglomerados financieros.

Para cubrir estas deficiencias propuso la creación de Foro de Estabilidad Financiera, que habría de informar a los ministros de finanzas y gobernadores de bancos centrales del G-7. Así pues, la creación del FEF responde a la preocupación existente por la actuación descoordinada de numerosas instituciones internacionales que, a menudo, al margen del control político directo, compiten entre sí para imponer sus recomendaciones o estándares.

A pesar de reconocer la necesidad de integrar a las economías emergentes en el proceso de formación de esta nueva arquitectura financiera internacional, el Informe Tietmeyer prefería un foro reducido, más flexible en sus tomas de decisiones. Así, el FEF pasó a estar integrado por representantes de 11 Estados o territorios¹⁰ (prácticamente los mismos que los del G-10) además de por representantes del FMI, el BM, la OCDE, el BIS, el BCBS, la IOSCO y la IAIS. A propuesta de Tietmeyer, fue elegido como Presidente del FEF Andrew Crockett, Gerente del Banco de Pagos Internacionales. El FEF cuenta con una pequeña Secretaría en el propio BIS y se reúne dos veces al año.

⁶ BCBS, *Basel Committee on Banking Supervision*.

⁷ CPSS, *Committee on Payment and Settlement Systems*.

⁸ CGFS, *Committee on the Global Financial System*.

⁹ El conocido como *Informe Tietmeyer* que le había sido solicitado cuatro meses antes por el G-7, en su cumbre de Washington. (TIETMEYER 1999).

¹⁰ Alemania, Australia, Canadá, Estados Unidos, Francia, Hong Kong, Italia, Japón, los Países Bajos, el Reino Unido y Singapur.

Tres años después de su creación, la labor del FEF se ha plasmado en el examen de las recomendaciones o códigos propuestos por otras instituciones. En especial, el FEF ha reconocido que 12 de dichos códigos pueden ser considerados como fundamentales (*Key Standards for Sound Financial Systems*, ver Esquema 2) y sigue examinando nuevos códigos y propuestas con el ánimo de sistematizar el trabajo disperso de otras muchas instituciones.

6. Legislación de los sectores

Regulación bancaria internacional

El Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (BCBS) se creó en 1974, tras la ruptura del sistema de Bretton Woods y las crisis bancarias de carácter sistémico que se produjeron en ese año (ver Recuadro 1). Actualmente el BCBS está integrado por representantes de los 11 países originales del G-10 citados anteriormente, más España y Luxemburgo. Su secretaría permanente radica en el Banco de Pagos de Basilea.

Los principales acuerdos negociados en el seno del BCBS han sido los siguientes:

- Concordato de 1975. En él se fijaron los primeras recomendaciones para los bancos con presencia internacional. Se aceptó que tanto los supervisores del país de origen como del país de acogida tenían competencias en la supervisión. Sin embargo, se recomendaba que fuera el supervisor del país de acogida el que asumiera un mayor responsabilidad. Para facilitar la supervisión, sería necesario la transmisión de información entre supervisores y la confidencialidad de la misma.

- Concordato Revisado de 1983, que establece el principio de supervisión en origen sobre una base consolidada. Si el supervisor de acogida no reconoce al supervisor de un país de origen, entonces puede impedir el establecimiento de un banco extranjero o aumentar sus exigencias. Y al revés, si el supervisor de origen no reconoce al supervisor de destino, puede recomendar al banco que no se establezca en ese territorio. Este doble control es el que se denominó «supervisión clave dual».

- Estándares Mínimos de 1992¹¹. Esta nueva reforma estuvo motivada por la quiebra del Banco de Crédito y Comercio Internacional en 1991. El BCCI eludió la supervisión consolidada mediante la creación de dos empresas matriz, aparentemente independientes, una en las Islas Caimán y otra en Luxemburgo. Así, Luxemburgo y las Islas Caimán asumieron la supervisión en origen de un gran grupo internacional que operaba básicamente en terceros países. El secreto bancario de estos dos territorios impidió la aplicación efectiva de la supervisión en origen. Los Estándares Mínimos de 1992 hicieron frente a esta situación reforzando las grandes líneas ya establecidas en el Concordato Revisado de 1983: supervisión consolidada en origen, «supervisión clave dual» e intercambio de información.

El segundo gran acuerdo que surgió a raíz de los trabajos iniciales del BCBS fue el Acuerdo de Capital. Su nacimiento está muy ligado a dos grandes acontecimientos: la crisis de la deuda de los años 80 y la fuerte caída de bolsa del *martes negro*, el 19 de octubre de 1987 (véase el Recuadro 1).

Se negoció inicialmente en el seno del G-10 y fue finalmente aprobado a finales de 1987. Aunque no es legalmente vinculante, los países firmantes se comprometen a adoptarlo en su legislación nacional. Adicionalmente, más de 110 países lo han asumido de forma voluntaria. Los dos objetivos básicos que persigue son:

- a) Garantizar un adecuado nivel de solvencia. Para ello se exige que los bancos mantengan unos recursos propios iguales o mayores al 8 por 100 de sus activos de riesgo ponderados. Las ponderaciones son crecientes con el nivel de riesgo: 0 por 100 para el riesgo soberano, 20 por 100 para los créditos interbancarios, 50 por 100 para el crédito hipotecario y 100 por 100 para el riesgo frente a empresas.

- b) Garantizar unas condiciones equilibradas de competencia entre bancos que compiten en los mercados internacionales ya que este coeficiente es común para todos los países que adoptan el Acuerdo.

¹¹ *Minimum Standards for the Supervision of International Banking Groups and their Cross-Border Establishment.*

En la actualidad el Comité de Basilea se encuentra culminando una importante reforma del Acuerdo de Capital de 1988. De los tres grandes pilares en los que se divide este nuevo Acuerdo los dos últimos no estaban contemplados en el de 1988:

- **Pilar 1 sobre recursos propios.** El nuevo acuerdo propone sustituir el actual coeficiente de solvencia del 8 por 100 por otros requerimientos de recursos propios más ajustados al riesgo real que soportan los bancos. El riesgo total deberá valorar tanto el riesgo propio del prestatario (que actualmente es el único que se emplea en la ponderación de los diferentes préstamos), como el riesgo de variaciones de tipos de interés. Para medir dichos riesgos se permitirá que los bancos hagan uso de *ratings* externos, o incluso que los elaboren internamente. Por último, los recursos propios deberán también cubrir los riesgos operativos, relacionados con fallos informáticos, administrativos, etcétera.

- **Pilar 2 sobre supervisión.** La finalidad de este pilar es que los supervisores puedan verificar las técnicas de medición de riesgos que emplean los bancos.

- **Pilar 3 sobre transparencia y disciplina de mercado.** Se exigirá a los bancos mayores requisitos de información sobre sus niveles de riesgo y de recursos propios. Esta mayor transparencia generará una mayor disciplina de mercado.

Por último, conviene mencionar la labor del CPSS¹² sobre los sistemas de pagos y de liquidación. El CPSS fue creado en 1990 como un comité del G-10, con secretaría en el BIS. Desde entonces ha venido estudiando la contribución que los sistemas de pagos, liquidación y compensación realizan a la estabilidad general del sistema financiero. Su mayor aportación al respecto ha sido la formulación de unos principios básicos sobre el funcionamiento de los sistemas de pagos de importancia sistémica, que son aquéllos por los que se canalizan las operaciones de mayor volumen. Estas recomendaciones son objeto de seguimiento en el marco del FSAP, y gozan de la consideración de *código clave* por parte del FEF.

Regulación del mercado de valores

La institución de referencia en materia de coordinación internacional de la regulación y supervisión de mercados de valores es la IOSCO¹³, foro que reúne a los supervisores y reguladores de los mercados de valores desde 1974. La IOSCO actúa como institución de cooperación de supervisores para la definición y aplicación de estándares rigurosos de comportamiento en los mercados de valores.

Su estructura organizativa es diferente a la de los comités del G-10 ya analizados. Posee una secretaría general propia no integrada dentro del BIS¹⁴ y reúne a presidentes de las comisiones nacionales del mercado de valores u otros reguladores en una conferencia anual (Comité de Presidentes). En su Directorio Ejecutivo, compuesto por 19 miembros, están representados tanto países desarrollados como mercados emergentes. En la actualidad, por ejemplo, el Directorio Ejecutivo de la IOSCO está compuesto por representantes de EE UU, Canadá, Japón, Francia, Alemania, Italia, Reino Unido, China, Argentina, Portugal, Tailandia, Nigeria, Malasia y Kenia. Se trata, por lo tanto, de uno de los foros internacionales con mayor presencia de los mercados emergentes en sus órganos de decisión. Otra peculiaridad de la IOSCO es que acoge también, con carácter consultivo, a numerosas asociaciones privadas que ejercen como autorreguladores en sus respectivos mercados.

La contribución fundamental de la IOSCO ha sido la elaboración de los principios básicos de la IOSCO para la supervisión de los mercados de valores¹⁵, reconocido como *código clave* por parte del FEF y que es objeto de seguimiento dentro del FSAP.

Además de la IOSCO, conviene mencionar varias iniciativas privadas de coordinación o de creación de opinión sobre la regulación internacional de los mercados de valores:

La Federación Internacional de Bolsas¹⁶, con sede en París,

¹³ *International Organization of Securities Commissions.*

¹⁴ La Secretaría General se ha trasladado de Montreal a Madrid, a la espera de determinar una sede definitiva.

¹⁵ *Objectives and Principles of Securities Regulation (1998).*

¹⁶ *World Federation of Exchanges*, anteriormente denominada Federation Internationale de Bourses de Valeurs.

¹² *Committee on Payment and Settlement Systems.*

está integrada por 60 bolsas de valores, que representan más del 97 por 100 de la capitalización bursátil mundial. La FIBV ha elaborado un código de buenas prácticas que deben cumplir todos sus miembros.

En el mercado de derivados la asociación internacional de referencia es la ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*). Esta formada exclusivamente por agentes privados de los principales bancos de inversión mundiales. Sus oficinas se sitúan en Nueva York, Londres, Tokio y Singapur. La ISDA actúa como foro de discusión de recomendaciones y estándares para el mercado de derivados (incluido el de swaps). Su mayor contribución ha sido la elaboración del denominado Acuerdo Marco del ISDA¹⁷. Su finalidad es que los agentes que operan en mercados OTC (*over the counter*) no tengan que negociar las cláusulas de los contratos cada vez que quieren realizar una transacción sino que, una vez firmado el Acuerdo Marco del ISDA, sólo tengan que negociar los precios y demás componentes variables en cada operación.

Otra importante institución de autorregulación de los mercados de bonos es la ISMA (*International Securities Markets Association*). Representa a más de 600 entidades financieras de más de 50 países, especialmente a negociantes en el mercado de eurobonos. (Por ejemplo, en el caso de España están asociados dos bancos, dos cajas de ahorro y dos sociedades de valores). El origen del ISMA hay que encontrarlo en la fuerte expansión del mercado de eurobonos que tuvo lugar por las restricciones que en los años 60 EE UU mantenía sobre la financiación de agentes extranjeros en el mercado americano. Para hacer frente a la rápida expansión del mercado de eurobonos hubo que definir unos estándares para el registro, la cotización y la liquidación de valores. Este papel lo realizó inicialmente la AIDB (*Association of International Bond Dealers*). Hoy en día, los estándares de negociación de la ISMA son reconocidos en muchos mercados, en especial, el acuerdo Marco del ISMA para la negociación de operaciones repo¹⁸. A pesar de que el

acuerdo del ISMA es el más extendido en su campo, no es el único. Diversas asociaciones de bancos europeos han aprobado así el denominado Acuerdo Marco Europeo (*European Master Agreement*), que pretende adaptarse mejor a las peculiaridades del sistema jurídico continental.

También hay que recalcar la existencia de dos estándares diferenciados de codificación de valores. En Europa todos los valores se identifican mediante el código ISIN (*International Securities Identification Number*), mientras que en EE UU se emplea otro sistema de identificación, conocido como CUSIP (*Committee on Uniform Securities Identification Procedure*) asignado por la *American Bankers Association* a través de una filial de la agencia de *rating* Standard & Poor.

Ya por último, conviene mencionar a la Federación de Mercados de Valores Europeos (FESE)¹⁹. La FESE tiene como principal objetivo defender los intereses de sus miembros (las principales bolsas europeas) ante las instituciones comunitarias. Su secretaría está ubicada en Bruselas y está integrada por casi todos los mercados de valores europeos, incluidos los de derivados. La principal reivindicación de la FESE frente a las autoridades comunitarias es que, mientras en Europa se defiende el principio de supervisión en origen, EE UU obliga a todos los valores extranjeros a seguir sus propias reglas de supervisión, lo que constituye, en opinión de la FESE, un caso de aplicación extraterritorial de la legislación americana que perjudica a las empresas europeas.

Regulación del sector seguros

En este campo, la institución de coordinación internacional de referencia es la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS)²⁰. La IAIS fue creada en 1994 como foro de coordinación de las entidades nacionales de supervisión de entidades de seguros. Entre sus miembros figuran las autoridades nacionales de más de 100 países, (entre ellas la Dirección Gene-

¹⁷ ISDA Master Agreement.

¹⁸ ISMA Master Agreement.

¹⁹ *Federation of European Stock Exchanges*.

²⁰ *International Association of Insurance Supervisors*.

ral de Seguros y Fondos de Pensiones del Ministerio de Economía) además de 60 observadores elegidos entre asociaciones profesionales y entidades del sector. El Banco de Pagos de Basilea brinda sus servicios como secretaría de la IAIS.

De entre sus muchas recomendaciones las de mayor relevancia son los Principios Básicos de Supervisión del Sector Seguros²¹ que son objeto de seguimiento por parte del FEF y del FSAP del FMI/BM. Otras recomendaciones de la IAIS hacen referencia a los requisitos de solvencia de las entidades aseguradoras o a la supervisión de las actividades de seguros prestadas por Internet, entre otras.

Otras muchas instituciones vienen ocupándose del sector seguros. En especial, la OCDE ha elaborado unos principios para la regulación de los sistemas de los sistemas privados de pensiones.²² En ellos recomienda que los países prohíban el establecimiento de sistemas de reparto para sistemas privados de pensiones. El auge de los sistemas obligatorios de jubilación en Latinoamérica y otras economías emergentes requiere que éstas queden representadas en los órganos internacionales de coordinación en la materia. Para ello, a iniciativa de la OCDE se ha creado la *International Network of Pensions Regulators* (INPRS) que, con sede en la OCDE, acoge a más de 160 reguladores o supervisores de más de 60 países. La INPRS ha asumido, con pocas modificaciones, los 15 Principios de la OCDE y aspira a que sean objeto de evaluación dentro del FSAP.

Regulación de los conglomerados financieros

En los últimos años, a medida que avanza la integración de los mercados financieros y desaparecen las normas que impedían la fusión de empresas financieras de diferentes segmentos²³, se han ido formando conglomerados financieros que prestan tanto

servicios bancarios, como de seguros o actúan como empresas de servicios de inversión.

Estos conglomerados²⁴ generan nuevos retos para los reguladores y supervisores financieros. Por un lado, se argumenta, la formación de grupos multisector debe permitir una mejor diversificación de los riesgos y un mejor aprovechamiento de las numerosas economías de alcance que ofrece el sector financiero. Por otro lado, no obstante, no está claro si la transmisión de riesgos se realiza con mayor facilidad dentro de un mismo grupo de empresas o entre grupos diferenciados.

En cualquier caso, parece obvio que los conglomerados financieros exigen una nueva definición integrada de los riesgos que corren las empresas de un mismo grupo financiero, así como una mayor colaboración entre supervisores sectoriales.

Para hacer frente a estos nuevos retos, se creó en 1996 el Foro Conjunto sobre conglomerados financieros, que asumió los trabajos previos del antiguo Grupo Tripartito. El Foro Conjunto está integrado por el Comité de Basilea, IOSCO y la IAIS. Los países representados en el Foro Conjunto son Australia, Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Países Bajos, España, Suecia, Suiza, Reino Unido y EE UU. La Comisión Europea atiende como observador. Cada país aporta un miembro en cada rama de supervisión.

Los principales avances del Foro Conjunto han sido los siguientes:

— Recaltar la necesidad de coordinación entre la supervisión de actividades de banca, seguros y mercados de valores. De hecho, se observa ya cierta convergencia entre la regulación supervisora de las tres actividades, aunque aún es pronto para poder prever una regulación conjunta.

— El Foro Conjunto se ha mostrado partidario de que a cada conglomerado le sea asignado un supervisor principal (*lead supervisor*) de la jurisdicción donde, en mayor medida, se centre la actividad.

En 1999 el Foro Conjunto comenzó también a estudiar asuntos que no sólo afectan a los conglomerados financieros sino

²¹ *Insurance Core Principles*.

²² OCDE *Principles for the Regulation of Private Occupational Pension Schemes*.

²³ Especialmente tras la aprobación en 1999 de *Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act* de 1999 que eliminó las restricciones que pesaban desde la Gran Depresión en EE UU.

²⁴ Conocidos como *banqueassurance* o *allfinanz*.

que son objeto de interés común para los supervisores de seguros, de mercados de valores y de bancos. Por citar algunas materias de interés común para cada regulador, podríamos señalar las normas para evaluación de riesgos, los coeficientes de solvencia, la auditoría de cuentas o las prácticas de buen gobierno, entre otras.

También el G-10 ha estudiado la cuestión de los conglomerados. En 2001 publicó un informe sobre la Consolidación del Sistema Financiero en el que se hacía una revisión de las implicaciones de este nuevo fenómeno para 13 países, los 11 del G-10, más España y Australia. El G-10, sin embargo, se abstuvo de formular recomendaciones sobre la supervisión de los conglomerados financieros.

7. Normas que afectan a varios sectores

Normas internacionales de contabilidad y auditoría

Un sistema armonizado de normas contables y de auditoría favorece la supervisión de las entidades financieras, ahorra costes de transacción y facilita la toma de decisiones a los inversores internacionales.

En materia de contabilidad, la institución internacional de referencia es la IASC²⁵ que en 2001 pasó a denominarse IASB²⁶. La IASC fue creada en 1973 con el objetivo de armonizar los principios contables entre los diferentes países. Se trata de una institución privada e independiente formada por expertos contables, con sede en Londres. La IASC ha formulado las denominadas Normas Contables internacionales (NCI) que han sido adoptadas por numerosas bolsas como requisito para la admisión a cotización de acciones de empresas extranjeras.

El principal escollo para la generalización de los NCI es que la Securities and Exchange Commission de EE UU exige que todas las acciones que cotizan en EE UU, elaboren sus estados contables siguiendo los principios generales de contabilidad

emitidos por la *Financial Accounting Standards Board* (FASB). Esto impide que muchas compañías europeas puedan emitir directamente y tengan que hacerlo a través de los ADRs²⁷, cuyos requisitos de emisión son mucho menos estrictos.

La crisis asiática de 1997 y 1998 vino a reforzar la necesidad de contar con estándares internacionales de información financiera que fueran fiables, comparables y transparentes. De ahí que los ministros de finanzas y gobernadores de bancos centrales del G-7, se comprometieran a trabajar en favor de la adopción de unos principios contables internacionalmente reconocidos. Desde entonces la IASC ha venido realizando una profunda labor de reestructuración interna con el fin de asumir el papel de líder en la materia.

Así, por ejemplo, en 2000, se consiguió que la IOSCO reconociera 30 Normas Contables Internacionales emitidas por la IASC. Poco después, la IASC reestructuró su organigrama con el fin de mejorar su implantación en EE UU. Para ello se creó una estructura organizativa con dos patas:

- Por un lado, como ya hemos mencionado, el IASC pasó a denominarse Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad ya mencionado (IASB). Coincidiendo con este cambio, las NCI pasaron a denominarse Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)²⁸.
- Por otro, se creó la Fundación de Normas Internacionales de Contabilidad, con sede en Delaware, EE UU. Esta fundación está compuesta de 19 miembros (6 de Norteamérica, 6 de Europa, 4 de Asia/Pacífico). Los miembros de la Fundación nombran a los miembros del IASB. En la elección de los miembros del IASB, la Fundación no tiene por qué seguir ningún criterio geográfico predeterminado. De esta forma, se pretende que sea la Fundación la que haya de resolver conflictos acerca de la composición de la IASB, sin alterar el trabajo cotidiano del IASB.

En esta misma línea, especialmente a raíz de los escándalos contables en EE UU de los últimos meses, se vienen sucedien-

²⁵ *International Accounting Standards Committee.*

²⁶ *International Accounting Standards Board.*

²⁷ *American Depository Receipts.*

²⁸ *International Financial Reporting Standards.*

do numerosos encuentros entre la FASB y la IASB con el fin de unificar criterios contables entre estos dos grandes organismos.

La Unión Europea, por su parte, ha aprobado el Reglamento 1606/2002 de 19 de julio sobre la aplicación de las NIIF. Dicho Reglamento obliga a que, en 2005, todas las compañías europeas que cotizan en mercados regulados presenten sus estados contables consolidados siguiendo las Normas Internacionales de Información Financiera.

Este Reglamento conseguirá una mayor transparencia de la información que presentan las compañías que cotizan en los mercados financieros, favoreciendo con ello la libertad de circulación de capitales, la protección de los inversores y la igualdad de las condiciones de acceso de las empresas a los mercados financieros. Cada país miembro decidirá si extiende las NIIF al conjunto de empresas, independientemente de si cotizan o no.

Las NIIF elaboradas por el IASB solo serán aplicables en la UE, en la medida en que la Comisión Europea las incorpore al derecho comunitario. Para asesorarse adecuadamente, la Comisión dispondrá de un Comité de reglamentación contable, compuesto por expertos en contabilidad procedentes de los institutos nacionales de contabilidad²⁹, del BCE, de los supervisores nacionales del sistema financiero y otros expertos contables. La Comisión ha asumido el compromiso de indicar antes de 2003 qué normas contables internacionales actualmente en vigor serán de aplicación en 2005, sin perjuicio de otras inclusiones posteriores.

Por lo que se refiere a la auditoría de la contabilidad, los estándares internacionales generalmente aceptados son los emitidos por el IFAC³⁰ cuya aplicación, por el momento, no es objeto de seguimiento ni por el FMI ni por el FEF. El IFAC es una organización privada con sede en Nueva York que cuenta con más de 150 miembros pertenecientes a 114 países, entre ellos el Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España.

Buen gobierno de las empresas

Este es, sin duda, uno de los temas de mayor actualidad a raíz de los escándalos financieros de grandes empresas de EE UU.

Según el Código de Buen Gobierno de la OCDE elaborado en 1999, por buen gobierno se entiende el conjunto de prácticas que van orientadas a maximizar la rentabilidad a largo plazo de los accionistas. En concreto, el código de la OCDE fija las siguientes obligaciones:

- Las empresas deben suministrar sin demora la información relevante para la toma de decisiones de los inversores.
- Los consejos de administración han de responder ante los accionistas por sus acciones y suministrar la información relevante sobre su actuación.
- La política de remuneración del consejo de administración debe ser pública y servir a los intereses generales de la compañía.
- Las grandes decisiones estratégicas de las compañías deben ser aceptadas previamente por los accionistas.

El Código de Buen Gobierno de la OCDE es el código de referencia en el ámbito internacional. Tan sólo en Europa existen unos 40 códigos nacionales de buen gobierno³¹. Suelen estar inspirados en el código de la OCDE y son, por lo general, de aplicación voluntaria por parte de las empresas. Aunque los códigos de buen gobierno no tienen por qué limitarse a las empresas cotizadas, lo cierto es que su misión es clave en las compañías que cotizan ya que generan una información muy relevante para la toma de decisiones de inversión por parte de los accionistas.

Lucha contra el fraude en el sistema financiero

En el terreno de la lucha contra el fraude en el sistema financiero cabe destacar el trabajo del Grupo de Acción Financiera Internacional sobre el Blanqueo de Capitales (GAFI)³² cuyo

²⁹ Presumiblemente, el ICAC en España (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas).

³⁰ *International Federation of Accountants*.

³¹ En España, el Código de Buen Gobierno o Código Olivencia aprobado en 1988.

³² *Financial Action Task Force*.

principal objetivo es el estudio y la aplicación de medidas destinadas a combatir el blanqueo de capitales.

El GAFI fue creado en 1989 a instancias del G-7. La OCDE acogió en su sede las negociaciones, de las que forman parte 29 países, la mayoría de ellos, miembros de la OCDE³³. También son miembros del GAFI la Comisión Europea y el Consejo de Cooperación del Golfo. Otras organizaciones como el FMI, el Banco Mundial, o el Consejo de Europa, la Organización de Estados Americanos y Europol, tienen la condición de observadores en las reuniones plenarias.

En 1990 el GAFI publicó 40 Recomendaciones contra el blanqueo de capitales, que están siendo objeto de revisión en la actualidad. Las recomendaciones del GAFI no afectan tan sólo a las entidades bancarias sino al conjunto de entidades financieras. En ningún caso se admite que la confidencialidad de las operaciones de las entidades financieras pueda ser empleada como encubridora de operaciones de blanqueo de capitales.

Asimismo, el GAFI ha elaborado 25 criterios para que un país sea considerado como territorio cooperante, criterios que han sido utilizados para la confección de una lista de países que no ofrecen garantías de cooperación en la lucha contra el blanqueo de capitales.

A principios de 2002 el GAFI formuló ocho principios para la lucha contra la financiación del terrorismo por las que se ponen en práctica las recomendaciones de la Convención de 1999 para la supresión de la financiación del terrorismo. Entre estas recomendaciones figuran la confiscación de todos los activos de entidades relacionadas con el terrorismo y la obligación de que las entidades financieras informen de todas las operaciones sospechosas.

Protección de los usuarios del sistema financiero

En la mayoría de los países avanzados, los usuarios del sistema financiero suelen estar cubiertos por sistemas nacionales de

seguro en caso de quiebra de las entidades financieras, bien sean a favor de los depositantes de entidades bancarias, los suscriptores de pólizas de seguros o los inversores en títulos valores. En otros muchos países, esta protección no se basa en instrumentos explícitos sino en operaciones puntuales de rescate por parte de las autoridades.

La cooperación internacional en materia de seguros y sistemas de compensación a usuarios del sistema financiero es escasa y poco estructurada. A diferencia de otros muchos campos que ya hemos abordado, no existen unos estándares internacionales generalmente aceptados.

Cualquier intento de coordinación internacional en esta materia ha de dar respuesta a tres tipos de cuestiones.

En primer lugar, es necesario clarificar hasta qué punto los sistemas nacionales de cobertura son aplicables a los clientes internacionales de una entidad, básicamente a los clientes de las sucursales en el exterior. En este sentido es necesario clarificar cómo se reparten las indemnizaciones entre los sistemas de seguro de los diferentes países implicados.

En segundo lugar, en el seno de mercados financieros integrados, la defensa de la competencia puede exigir acuerdos de armonización en los niveles de contribución y de cobertura de los diferentes sistemas de seguro.

Por último, como medida de fomento de la estabilidad financiera, es necesario establecer mecanismos de cooperación y de información entre los diferentes supervisores nacionales de estos fondos.

En el campo de la protección de los depositantes bancarios, el mejor ejemplo de coordinación internacional de cuantos existen, lo encontramos en la UE. Así, en la UE se aplica el principio del país de origen: los depositantes quedan cubiertos por el fondo del país de origen, donde se encuentra registrada la entidad, y no por el del fondo donde se encuentre la sucursal. Este principio es compatible con la supervisión en origen y el pasaporte único³⁴.

³³ No todos los países de la OCDE pertenecen al GAFI: Corea, República Checa, Polonia. Por el contrario, Argentina, Singapur, Hong-Kong y Brasil, que no pertenecen a la OCDE, son miembros del GAFI.

³⁴ Aunque el principio general sea el del país de origen, la directiva de sistemas de seguros de depósito bancario, fija dos limitaciones: Por un lado,

Para el estudio de estos temas se ha creado en 2002 la IADI³⁵. Esta Asociación surgió de los trabajos realizados por el Foro de Estabilidad Financiera en el campo de los sistemas de cobertura de depósitos. Está formada, inicialmente por entidades de garantía de depósitos de unos 25 países, entre los que destacan EE UU, Francia, Canadá, Japón, Brasil, México o Argentina³⁶. El secretariado de la IADI se encuentra en Basilea, aunque su funcionamiento es completamente independiente del BIS.

También el Foro de Estabilidad Financiera publicó en 2001 una guía³⁷ en la que recomendaba la extensión de los sistemas de garantía de depósitos. Defendía los mecanismos explícitos y con cobertura limitada, frente al aseguramiento implícito que otorgan aún hoy en día muchos países.

En lo que se refiere al aseguramiento de inversores o de tomadores de seguros, no existen iniciativas relevantes de coordinación internacional, por el momento, si exceptuamos la regulación comunitaria que obliga a la creación de un fondo de seguro de inversores para las agencias de servicios de inversión.

Quiebras y renegociación de la deuda internacional

Cuando se declara la quiebra de un deudor con obligaciones de pago que afectan a acreedores internacionales se producen numerosos problemas económicos que dan lugar a importantes conflictos jurídicos. Así, ningún acreedor estará dispuesto a asumir en solitario el coste de la renegociación, por muy necesaria que ésta sea para todos. Esto conduce a la aparición de comportamientos estratégicos por parte de los acreedores. Para hacer frente a este tipo de problemas, se han ido desarrollando diver-

sos foros y normas, que son básicamente el Club de París, el Club de Londres y las disposiciones contractuales de las emisiones.

En el Club de París se reestructura deuda soberana para aquellos países que hayan aceptado un plan de viabilidad económica auspiciado por el FMI. El Club de París se reunió por primera vez en 1956 y desde entonces ha albergado más de 300 acuerdos de reestructuración de deuda de más de 80 países. Su funcionamiento está basado en el tratamiento caso por caso, con decisiones tomadas por consenso entre los países acreedores. Los países deudores a los que se reestructura la deuda se comprometen a otorgar un tratamiento comparable al resto de acreedores con los que negocie su deuda. Las negociaciones se llevan a cabo en el Tesoro francés, que actúa como secretaria del Club.

En el Club de Londres se negocia deuda soberana contraída con acreedores privados, generalmente grandes bancos internacionales. Desde las primeras reuniones en los años 70, el Club se ha reunido en numerosas ocasiones en Londres, Nueva York, París y otros centros financieros. Cada vez que un país solicita a sus principales acreedores privados una reestructuración, se convoca el Club para ese caso y se forma un Comité Consultivo presidido por alguna institución financiera de renombre internacional. También están representadas otras empresas acreedoras y, últimamente, también los fondos de inversión con carteras de deuda soberana internacional. La única limitación para renegociar la deuda en este foro informal es el compromiso contraído por el Estado deudor de buscar un tratamiento comparable al alcanzado en el Club de París.

Las principales iniciativas actuales de regulación internacional sobre la materia son las siguientes:

- a) El Banco Mundial ha aprobado en 2001 unos principios sobre regímenes de insolvencia y protección de los derechos de los acreedores.
- b) La Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (UNCITRAL)³⁸ ha preparado una Ley de Referencia para casos de insolvencia.

la «cláusula de prohibición de exportación» obliga a que el alcance de la cobertura efectivamente aplicada nunca sea superior a la del fondo del país de acogida donde se ubica la sucursal. Por otro, la cláusula de «topping up», de aplicación voluntaria, permite a las sucursales en el extranjero, suscribir sistemas de seguro adicionales para que la protección efectiva final, no sea inferior a la del país de origen.

³⁵ International Association of Deposit Insurers.

³⁶ El Fondo de Garantía de Depósitos no figuraba entre sus miembros fundadores de la IADI (mayo 2002).

³⁷ Foro de Estabilidad Financiera (2001) Guía para el Desarrollo de Sistemas Efectivos de Seguro de Depósitos.

³⁸ *United Nations Commission of International Trade Law.*

c) El FMI ha estudiado a fondo en estos últimos meses los principios básicos que deben regir en caso de quiebra y ha propuesto la aprobación de una ley internacional de quiebra soberana. Esta ley sólo permitiría reclamaciones ante el deudor que estuvieran respaldadas por una mayoría de acreedores. La ley afectaría tanto a créditos como a emisiones de bonos y se podría aplicar a todos los activos actualmente existentes. Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI, defiende que esta ley sea objeto de aplicación por parte un foro internacional, independiente del FMI. De esta forma se garantizaría la independencia entre la política de concesión de créditos del FMI y la de reestructuración de la deuda.

Por último, las cláusulas de acción colectiva son cláusulas privadas incorporadas en los contratos de emisión que impiden que los tenedores de deuda puedan ejercer acciones contra el deudor en caso de impago, salvo cuando se acuerde por una mayoría de acreedores. Este tipo de cláusulas es muy corriente en el mercado de Londres, pero no en EE UU. Frente a otras alternativas aquí analizadas, ésta es una alternativa de mercado. Sus principales inconvenientes son que no se pueden aplicar a contratos ya en vigor, que pueden ser interpretadas de forma muy diferente en diferentes jurisdicciones y que los mercados pueden percibir las como una señal de debilidad del emisor.

8. Conclusiones

Si tuviéramos que resumir en unos cuantos puntos cuál es el estado actual de la regulación de la nueva arquitectura financiera internacional podríamos destacar las siguientes grandes tendencias:

1. Marco legal *sui generis* basado en normas blandas, es decir, en reglas que no tienen carácter vinculante pero a las que los países se acogen voluntariamente. Las únicas normas realmente vinculantes son hoy en día, las que se derivan de los Estatutos del FMI, las de los dos Códigos de Liberalización de la OCDE, las adoptadas en el seno del GATS y las acordadas en el seno de áreas integradas (UE, Mercosur, etcétera).

2. Mayor número de normas. La pérdida de la estabilidad que proporcionaba el sistema de Bretton Woods así como el crecimiento exponencial de las transacciones financieras internacionales han dado lugar en estos últimos 25 años a la creación de una amplia red de regulación financiera internacional que se genera en muy diversas instituciones.

3. Mayor interrelación de las normas. La formación de conglomerados financieros obliga a regular mecanismos de supervisión en base consolidada tanto en el ámbito nacional como el internacional. Esto exige la colaboración entre supervisores y la lucha contra la competencia normativa de los enclaves *off shore*.

4. Mayor libertad de actuación. Por regla general, las nuevas normas conceden gran libertad de actuación a cambio de mayores requisitos de información.

5. Menor margen para la autorregulación. A pesar de los ejemplos de autorregulación que hemos visto, lo cierto es que ésta tiene cada vez menos importancia, al irse imponiendo estándares comunes en los diferentes países. La necesidad de coordinación entre supervisores nacionales exige disponer de supervisores oficiales, no de autorreguladores.

6. Proceso guiado por el G-10. Prácticamente todas las normas aprobadas lo han sido a través de los comités del G-10 con sede en el Banco de Pagos de Basilea. Los países en desarrollo están poco representados en el proceso de elaboración de las normas, pero se ven muy afectados en su aplicación cuando recurren a los préstamos del FMI.

7. Competencia entre instituciones. El sistema normativo de la nueva arquitectura financiera internacional se basa en la generación de recomendaciones, estándares o códigos. Este sistema incentiva la competencia entre instituciones internacionales, privadas o públicas, para definir los mejores estándares, y ofrecerlos a los grandes foros (FMI, FEF) para que sean incluidos dentro del conjunto de códigos objeto de seguimiento. De esta forma, la regulación internacional tradicional basada en la negociación de acuerdos entre Estados queda desplazada por la competencia entre instituciones de carácter técnico con menor dependencia respecto de las autoridades nacionales.

Referencias bibliográficas

- [1] ALEXANDER, K. (2001): «The Need for Efficient International Financial Regulation and the Role of a Global Supervisor», *Journal of Money Laundering Control*, verano, volumen 5:1.
- [2] EATWELL J. (2001): «The Challenges Facing International Financial Regulation», presentado en la Western Economic Association en julio. www.econstrat.org/DSC%20Conference.htm
- [3] FORO DE ESTABILIDAD FINANCIERA (2001): *Guía para el Desarrollo de Sistemas Efectivos de Seguro de Depósitos*.
- [4] DOCE (2002): n° L 243 de 11/09/2002 Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad
- [5] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. *Estatutos fundacionales*. www.imf.org
- [6] BIS y G-10 (2001): *Consolidaton in the Financial Sector*. («Informe Ferguson»).
- [7] INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. www.iasc.org.uk/
- [8] OATLEY, T. (2000): «The Dilemmas of International Financial Regulation», *Regulation*, volumen 23, número 4.
- [9] OCDE (2001): *Code de Libéralitation des Mouvements de Capitaux* www.oecd.org/pdf/M00026000/M00026737.pdf
- [10] OCDE (2001): *Code de Libéralitation des Opérations Invisibles Courantes* www.oecd.org/pdf/M00026000/M00026739.pdf
- [11] WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. *Memoria Anual 2001*. www.world-exchanges.org
- [12] OMC (1999): WTO Secretariat. Trade in Services Division. *An Introduction to the GATS* http://www.wto.org/english/tratop_e/serv_e/gsintr_e.doc
- [13] PORTER, T. (2002): «Politics, Institutions, Constructivism and the Emerging International Regime for Financial Regulation», *The Review of Policy Research*, primavera, volumen 19:1.
- [14] RYAN, A. (2001): «Financial Regulation and the Convergence Scenario». *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, volumen 26, número 1.
- [15] TIETMEYER, H. (1999): *International cooperation and coordination in the area of financial market supervision and surveillance*. (Informe Tietmeyer). www.fsforum.org/About/TietmPaper.htm