

UNIVERSIDAD DE GRANADA

**PROGRAMA OFICIAL DE POSGRADO EN ESTUDIOS
AVANZADOS DE CIENCIAS JURÍDICAS**

**FACULTAD DE DERECHO
DEPARTAMENTOS DE DERECHO CIVIL Y MERCANTIL**



TESIS DOCTORAL

**ANÁLISIS DE DERECHO COMPARADO SOBRE LA REFORMA
FINANCIERA Y EL SISTEMA DE PROTECCIÓN DEL CONSUMIDOR
EN ESTADOS UNIDOS Y ESPAÑA**

MARÍA HERRERA MELLADO

GRANADA, 2015

Editor: Universidad de Granada. Tesis doctorales.

Autora: Maria Herrera Mellado.

ISBN: 978-84-9125-569-7

URI: <http://hdl.handle.net/10481/42880>

UNIVERSIDAD DE GRANADA



TESIS DOCTORAL

**ANÁLISIS DE DERECHO COMPARADO SOBRE LA REFORMA
FINANCIERA Y EL SISTEMA DE PROTECCIÓN DEL CONSUMIDOR
EN ESTADOS UNIDOS Y ESPAÑA**

MARÍA HERRERA MELLADO

**BAJO LA DIRECCIÓN DE LOS CATEDRÁTICOS
EN DERECHO CIVIL
DR. D. GUILLERMO OROZCO PARDO
Y EN DERECHO MERCANTIL
DR. D. JOSÉ LUIS PÉREZ-SERRABONA GONZÁLEZ**

GRANADA, 2015

La doctoranda **MARÍA HERRERA MELLADO** y los directores de la tesis **DON GUILLERMO OROZCO PARDO** y **DON JOSÉ LUIS PÉREZ-SERRABONA GONZÁLEZ** garantizamos, al firmar esta tesis doctoral, que el trabajo ha sido realizado por la doctoranda bajo la dirección de los directores de la tesis y hasta donde nuestro conocimiento alcanza, en la realización del trabajo, se han respetado los derechos de otros autores a ser citados, cuando se han utilizado sus resultados o publicaciones.

En Granada, 07 de Septiembre de 2015.

Fdo.: Don Guillermo Orozco Pardo
Director/es de la Tesis

Fdo.: Don José Luis Pérez-Serrabona
Director/es de la Tesis

Fdo.: María Herrera Mellado
Doctoranda

A mi familia, por educarme y permitirme dedicarme a mis estudios a tiempo completo.

Y a mis grandes y buenos amigos que están por todas las partes del mundo, inspirándome a seguir adelante y enviándome sus fuerzas cuando más lo necesito.

A todos vosotros ¡gracias!

RECONOCIMIENTOS

Son muchas las personas a las que quiero agradecer por su apoyo incondicional en este largo camino de estudios e investigación. Cada uno de ellos ha contribuido directa o indirectamente en la producción de este proyecto durante los últimos cinco años.

En primer lugar, debo decir que estoy profundamente agradecida a mis tutores de tesis, el Dr. D. Guillermo Orozco Pardo y el Dr. D. José Luis Pérez-Serrabona González. Quiero agradecer especialmente al Dr. D. Guillermo Orozco Pardo por su continuo apoyo, paciencia y amistad, así como reconocer su dedicación por fomentar la educación de los más jóvenes, creando en ellos una pasión por la defensa de los menos favorecidos.

También me gustaría reconocer el apoyo de todos aquellos que me han acogido y aconsejado en el seno de sus instituciones. Pasando por mis jefes y supervisores en las Naciones Unidas, la Comisión Europea y la Asociación Portuguesa de Derecho de Consumo. Particularmente, quería expresar mi más sincera gratitud al Sr. Johnston Barkat, al Sr. Vasil Kirov, y al Sr. Dr. Mario Frota. De todos y de cada uno de ellos he aprendido lo que no se puede aprender en los libros, muchísima experiencia y trabajo. Asimismo, quisiera agradecer a mis colegas y profesores de Máster de *Florida International University* en Miami, y de la Facultad de Derecho *James E. Rogers College of Law* de la Universidad de Arizona. A todos, les agradezco por transmitirme esa sabiduría y motivación que ha hecho de mí una apasionada del mundo de los negocios, del derecho financiero, y de la protección del consumidor. Todos habéis contribuido a que mejore la calidad de mi investigación y os merecéis el mayor de mis respetos.

Y gracias por supuesto a mi familia. Especialmente a mi madre María Dolores, quien me aconsejó a estudiar Derecho y a perseguir mis sueños. A mi padre Santiago, quien, con su ejemplo, me inspiró responsabilidad y dedicación. Y también a mi hermano y a su familia. Una especial mención a mis abuelos, mis tíos y mis primos, a los que agradezco su cariño y siempre echo de menos. Todos ellos me han dado fuerza y motivación a sacar adelante mis proyectos y definitivamente, sin ellos no hubiera podido conseguir nada de lo que hasta ahora he logrado.

A Dios, por mantenerme siempre firme y llevarme en su corazón. Gracias eternamente.

Y a mis amigos y ex compañeros de facultad, de Doctorado y de Máster. Mi experiencia internacional ha sido realmente gratificante gracias a ellos. Nunca os olvidaré.

ÍNDICE

SINOPSIS	27
RESUMEN DE LA TESIS	29
0. Introducción.....	37
0.1 Hipótesis	38
0.2 Metodología	39
0.3 Objetivos	40
1. La Crisis Financiera Global	43
1.1 Introducción	43
1.2 La Desregulación del Sector Financiero a Finales del Siglo XX	49
1.3 La Burbuja Tecnológica: El Inicio de la Crisis Financiera Global	52
1.4 El Círculo Vicioso de la Inversión Inmobiliaria	54
1.4.1 La Crisis <i>Subprime</i>	55
1.4.2 El Uso de Instrumentos Financieros Tóxicos	56
1.4.3 El Problema de la Calificación del Crédito.....	57
1.4.4 Otros Participantes de la Burbuja Inmobiliaria.....	58
1.5 El Colapso de las Principales Entidades Financieras y la Crisis de Confianza de los Inversores en Estados Unidos.....	59
2. Análisis de la Crisis Financiera de 2008 en Estados Unidos	63
2.1 Introducción	63
2.2 ¿Quiénes Fueron los Responsables de la Crisis Financiera de Estados Unidos?.....	63
2.3 ¿Quiénes Resultaron Afectados por la Crisis Financiera en Estados Unidos?	65
2.4 La Respuesta Política de Estados Unidos a la Crisis Financiera.....	67
2.5 El Caso de las Empresas Patrocinadas por el Gobierno	70
2.6 Los Rescates Financieros.....	71
2.6.1 Los Rescates Financieros Gubernamentales (<i>Bail-Out</i>) v. Los Rescates Financieros Propios (<i>Bail-In</i>)	71
2.6.2 Las Ventajas y Desventajas del <i>Bail-in</i> y el <i>Bail-out</i>	73
2.6.3 Alternativas a los Rescates Financieros.....	74
2.7 Críticas a la Reforma Financiera Postcrisis y la Autorregulación.....	75
2.8 Cómo Superar la Crisis de Confianza en el Sector Bancario.....	77
3. La Crisis Financiera en España.....	79
3.1 Introducción	79

3.2 Cronología de la Crisis Española	79
3.3 La Falta de Liquidez en los Mercados Financieros	86
3.4 La Crisis Hipotecaria en España	87
3.5 El Problema del Aumento de las Ejecuciones Hipotecarias	89
3.6 Reforma Forzosa de la Normativa Hipotecaria en España	91
3.7 La Crisis Fiscal y la Crisis Bancaria, Otros Problemas en España	94
4. Estudio Comparado entre la Crisis en Estados Unidos y España	97
4.1 Introducción.....	97
4.2 Antecedentes Históricos de la Creación y el Rol de los Bancos Centrales	98
4.3 Análisis Comparado de las Causas y Consecuencias de las Crisis Financieras	100
4.3.1 La Burbuja Inmobiliaria como <i>Leading Cause</i> del Colapso Financiero...	100
4.3.2 La Inflación	104
4.3.3 El Cese de la Expansión Económica y la Crisis del Crédito en el Sector Bancario	106
4.3.4 El Desempleo	110
4.3.5 El Derrumbe de las Bolsas de Valores y el Colapso de los Mercados Mundiales	111
4.4 La Crisis Japonesa de los años 90, ¿Un Espejo Donde Mirarse?.....	115
4.5 La Salida de la Crisis en Estados Unidos y España. Mismas Causas, Distintos Resultados	121
5. Derecho Bancario en Estados Unidos, España, y la Unión Europea	125
5.1 Introducción.....	125
5.2 El Derecho Bancario en Estados Unidos	126
5.2.1 Consideraciones Generales del Derecho de los Estados Unidos	126
5.2.2 Las Reformas Financieras en Estados Unidos después de la Gran Depresión	127
5.2.3 Las Reformas Financieras Globales después de la Crisis de 1930	129
5.2.4 Historia de la Regulación Bancaria en los Estados Unidos	130
5.2.5 Historia y Evolución de la Supervisión Bancaria en los Estados Unidos	133
5.2.6 Aplicación de los Principios del Derecho Bancario a la Supervisión en los Estados Unidos.....	138
5.2.7 El Marco Regulador Actual de Supervisión Bancaria Norteamericano ...	140
5.2.8 Potestad Normativa para Tomar Medidas de Cumplimiento.....	142
5.2.9 Tipos de Acciones por Incumplimiento bajo la Ley FIRREA	145
5.3 El Derecho Bancario en España	146
5.3.1 La Supervisión del Sistema Bancario Español	146
5.3.1.1 Consideraciones Generales	146
5.3.1.2 Estructura de la Supervisión del Sistema Financiero Español	148
5.3.1.3 Modelo de Supervisión Español.....	151
5.3.1.4 Marco Regulador de la Supervisión Financiera en España	153
5.3.1.5 El Modelo de Conducta de Reclamaciones del Banco de España...	161
5.3.1.5.1 Ejecución de la Supervisión por parte del DCMR.....	162
5.3.1.5.1.1 Cumplimiento de las Obligaciones de Transparencia	163
5.3.1.5.1.2 Obligaciones de Divulgación de Información de Acuerdo a la Ley 10/2014, de 26 de junio	165

5.3.1.6 Regulación de la Solvencia de las Entidades de Crédito Españolas	166
5.3.2 Reforma Legislativa y Saneamiento del Sistema Financiero Español.....	168
5.3.2.1 El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)	169
5.3.2.2 La Reforma de las Cajas de Ahorro en España.....	170
5.3.2.3 Afianzamiento del Nuevo Sistema Financiero: Capitalización y Reestructuración.....	171
5.3.2.4 Medidas de Refinanciación y Reestructuración Empresarial	172
5.3.2.5 Adaptación de la Regulación Bancaria Española a la Normativa Europea	173
5.4 La Unión Europea	175
5.4.1 La Crisis en el Contexto de la Unión Europea.....	175
5.4.2 La Unión Europea y la Regulación Bancaria Global.....	176
5.4.3 La Regulación Bancaria Europea Postcrisis.....	178
5.4.3.1 El Marco Regulador Bancario de la UE	179
5.4.4 La Supervisión Bancaria en la Unión Europea	180
5.4.4.1 El Mecanismo Único de Supervisión (MUS)	180
5.4.4.2 El Rol del Banco Central Europeo bajo el MUS	181
5.4.5 La Adaptación de los Acuerdos de Basilea en la Legislación Europea ..	184
5.4.5.1 La Aportación de los Acuerdos de Basilea	184
5.4.5.2 La Legislación Europea Aprobada en Relación a los Acuerdos de Basilea	185
6. Derecho del Mercado de Valores en Estados Unidos, España y la Unión Europea	189
6.1 Introducción	189
6.2 Generalidades.....	191
6.2.1 Características de los Títulos Valores	191
6.2.2 Razones Para la Regulación del Mercado de Valores	192
6.2.2.1 Una Razón Primordial, el Colapso de los Mercados Financieros	193
6.2.3 Regulación del Mercado de Valores vs. Regulación Bancaria	199
6.3 El Mercado de Valores en los Estados Unidos	200
6.3.1 Tipos de Mercados	200
6.3.2 Historia de la Regulación del Mercado de Valores	203
6.3.3 Reforma del Sistema del Mercado de Valores después de la Gran Depresión	206
6.3.4 Marco Jurídico	208
6.3.4.1 La Importancia del <i>Commerce Clause</i> en la Constitución Estadounidense	208
6.3.4.2 Fuentes del Derecho de Valores	209
6.3.4.2.1 Leyes Federales.....	209
6.3.4.2.2 Leyes Estatales	212
6.3.4.2.3 Jerarquía Legislativa	213
6.3.4.2.4 Fuentes Administrativas del Derecho de Valores.....	213
6.3.4.3 El Caso de la Regulación de los Fondos de Cobertura de Riesgo ..	216
6.3.4.4 La Reforma de las Agencias de Calificación de Crédito	217
6.3.5 Marco Institucional de la Regulación del Mercado de Valores	220
6.3.5.1 La Comisión de Valores e Intercambios – SEC	220
6.3.5.1.1 El Papel de la SEC en la Protección del Inversor	221

6.3.5.1.2 Las Investigaciones de la SEC	222
6.3.5.1.3 Los Procesos Administrativos por parte de la SEC	225
6.3.5.1.4 Revisión Judicial de las Acciones de la SEC.....	227
6.3.5.1.5 Las Organizaciones Autorreguladoras que Complementan el Trabajo de la SEC	228
6.3.5.1.5.1 Procedimientos Disciplinarios de las Organizaciones Autorreguladoras	230
6.3.5.1.6 Tratamiento de las Reclamaciones en el Mercado de Valores en la SEC	231
6.3.5.1.7 La Oficina de Educación y Asistencia a los Inversores de la SEC	232
6.3.5.2 El Arbitraje y la Mediación como Mecanismos de Resolución de Conflictos en el Mercado de Valores en Estados Unidos.....	233
6.3.6 Operadores en el Mercado de Valores	235
6.3.6.1 Intermediarios Financieros	235
6.3.6.1.1 Empresas de Servicios de Inversión.....	235
6.3.6.1.2 Corredores de Bolsa.....	237
6.3.6.1.2.1 Obligación de Registro	238
6.3.6.1.2.2 Deberes Generales de los Corredores de Bolsa.....	240
6.3.6.1.2.3 Deber de Dar un Trato Justo.....	240
6.3.6.1.2.4 Idoneidad de la Inversión	241
6.3.6.1.2.5 Deber de Mejor Ejecución.....	242
6.3.6.1.2.6 Deber de Confirmación del Cliente	242
6.3.6.1.3 Las Obligaciones del Asesor de Inversiones Registrado (RIA)	243
6.3.6.1.3.1 Disposiciones Antifraude Aplicables a los RIA	244
6.3.6.2 El Rol de los Analistas de Inversiones en la Crisis del Mercado de Valores.....	246
6.3.6.2.1 Conflictos de Intereses	247
6.3.6.2.2 Regulación de los Analistas de Inversiones	249
6.4 El Mercado de Valores en España.....	250
6.4.1. Estructura de los Mercados de Valores en España	250
6.4.2. Evolución de la Regulación del Mercado de Valores Español	252
6.4.3 Normas de Conducta Establecidas en la Ley del Mercado de Valores	254
6.4.4 La Directiva MiFID en España y la Reforma del Asesoramiento Financiero.....	255
6.4.4.1 El Asesoramiento Financiero de Valores en España	257
6.4.4.1.1 ¿Quién Está Autorizado para Llevar a Cabo un Asesoramiento Financiero en España?.....	260
6.4.4.1.2 Asesor Financiero vs. Agente Financiero	262
6.5 El Mercado de Valores en la Unión Europea	263
6.5.1 Marco Institucional de la Regulación del Mercado de Valores en la Unión Europea	264
6.5.2 Modelos Regulatorios en la Negociación de Valores.....	266
6.5.3 Regulación de las Agencias de Calificación de Riesgo	268
6.5.4 Directiva sobre Gerentes de Fondos de Inversión Alternativos	269
6.5.5 Efectos de la Nueva Regulación del Mercado de Valores en la Unión Europea	270
7. Protección del Consumidor en el Sistema Financiero	273

7.1 Introducción	273
7.2 Características del Mercado de Productos Financieros.....	273
7.3 Algunas Propuestas de Protección del Consumidor Financiero	275
7.4 Acuerdos Internacionales en Materia de Protección del Consumidor Financiero	278
7.5 El Deber de Informar en los Principios de Protección del Consumidor del G20	281
7.5.1 Principio 4 – Derecho a la Información y Transparencia	282
7.5.2 Principio 9 – El Derecho a Interponer Reclamaciones y Denuncias.....	283
7.6 El Derecho de Información y Transparencia para la Protección del Consumidor en el Derecho de los Estados Unidos.....	285
7.7 Novedades en la Supervisión Bancaria en los Estados Unidos tras la crisis financiera	288
7.7.1 Funcionamiento de la Oficina de Protección del Consumidor Financiero – CFPB.....	290
7.7.2 Poderes de la CFPB y de los Estados en Materia de Protección del Consumidor Financiero	291
7.7.3 El Rol del <i>Ombudsman</i> en la CFPB	294
7.8 Evolución de la Regulación de Transparencia Bancaria en España.....	295
7.9 La Ley 3/2014, de 27 de marzo	300
7.10 Normativa Referida a la Resolución de Quejas y Reclamaciones Bancarias en el Sistema Bancario Español	301
8. El Fraude Financiero en Estados Unidos Antes y Después de la Crisis	305
8.1 Introducción	305
8.2 Características y Tipos de Fraudes de Valores	305
8.3 Regulación contra el Fraude de Valores en Estados Unidos.....	306
8.4 Cumplimiento de las Normas Antifraudes.....	307
8.5 Tipos de Fraudes de Valores	309
8.6 Protección de los Inversores.....	315
9. Los Esquemas Piramidales Ponzi.....	317
9.1 Introducción	317
9.2 Esquemas Piramidales Ponzi en Estados Unidos	319
9.2.1 Consideraciones Generales	319
9.2.2 Factores para Establecer un Sistema Ponzi según los Tribunales Estadounidenses.....	321
9.2.3 La Intención de Defraudar y la Existencia del Daño.....	323
9.2.4 Posibles Recursos ante un Fraude con Títulos Valores.....	325
9.2.4.1 Demandas de Impugnación de Transferencias Fraudulentas.....	326
9.2.4.1.1 Presunciones de Fraudes en los Casos Piramidales Ponzi	329
9.2.4.1.2 Dificultades Para Establecer la Presunción de Defraudar.....	332
9.2.4.1.3 La Demanda de Impugnación y los Posibles Argumentos de Defensa.....	333
9.2.4.2 Demanda por Acción Preferencial	336
9.2.5 La Falta de Responsabilidad de la SEC.....	337
9.2.6 Los Principales Casos de Fraude Ponzi en Estados Unidos	339
9.2.6.1 El Caso Bennett.....	339

9.2.6.2 La Historia de Un Operador Ponzi Llamado Bernard Madoff	340
9.2.6.2.1 El Esquema Ponzi de Madoff	343
9.2.6.2.2 Los Indicios de Fraude y la Negligencia por Parte de la SEC ..	344
9.2.6.2.3 El Indicio Más Claro: La Denuncia de Harry Markopolos.....	346
9.2.6.2.4 La Caída de Bernard Madoff	349
9.2.6.2.5 Otros Participantes en el Escándalo Financiero de Madoff	350
9.2.6.2.6 Demandas en Contra de la SEC	352
9.2.6.2.7 Informe OIG – Caso Madoff.....	353
9.2.6.2.8 El Proceso de Liquidación en el Caso Madoff	357
9.2.6.2.9 Acuerdos Extrajudiciales en las Demandas Colectivas	362
9.2.6.2.10 Controversia Jurisprudencial en la Actuación del Administrador de Bancarrota	363
9.2.6.2.11 Las Principales Víctimas de Bernard Madoff	365
9.2.6.2.12 La Compensación de Víctimas Bajo el Esquema de Confiscaciones	367
9.2.6.2.13 El Papel del Gestor Especializado.....	369
9.2.6.2.14 Funcionamiento del Fondo de Víctimas de Madoff – MVF	370
9.2.6.2.15 Diferencias entre el Fondo de Víctimas y el Proceso de Bancarrota.....	372
9.2.6.2.16 El Proceso de Remisión de Activos Civiles Decomisados.....	373
9.2.6.2.17 Actualidad y Progreso en la Recuperación del MVF.....	374
9.2.6.2.18 El Acuerdo Extrajudicial Entre la Fiscalía y JPMorgan Chase	376
9.3. Esquemas Ponzi en España	377
9.3.1 Regulación del Derecho Penal Económico en España.....	377
9.3.2 El caso de la Estructura Piramidal en España	380
9.3.3 Los Casos Específicos de Estafa Piramidal.....	382
9.3.3.1 Baldomera Larra Wetoret.....	382
9.3.3.2 La Sociedad Financiera Internacional de Construcciones - Sofico ..	384
9.3.3.2.1 La Protección del Consumidor en el Caso Sofico.....	387
9.3.3.3 La Financiera de Capitalización y Ahorro, S.A. – Fidecaya.....	388
9.3.3.4 Gescartera Dinero, A.V., S.A.	395
9.3.3.5 Fórum Filatélico S.A. y Afinsa Bienes Tangibles, S.A.	400
9.3.3.5.1 Fórum Filatélico, S.A.	402
9.3.3.5.2 Afinsa Bienes Tangibles, S.A.	408
9.3.3.5.3 ¿Naturaleza Financiera o Mercantil?.....	420
9.3.3.7 El Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN).....	423
10. La Bancarrota y el Derecho Concursal	427
10.1 Introducción.....	427
10.2 La Bancarrota en Estados Unidos.....	428
10.2.1 Capítulo 11 – La Reorganización.....	429
10.2.1.1 Efectos de la Admisión.....	433
10.2.1.2 Financiación Posconcursoal.....	435
10.2.1.3 Convenio para la Reorganización	436
10.2.2 Capítulo 7 – La Liquidación	439
10.2.3 Capítulo 15- La Insolvencia Transfronteriza	442
10.3 Derecho Concursal en España	444
10.3.1 Introducción	444
10.3.2 Generalidades	445

10.3.3 Derecho Concursal Español en la Crisis Financiera	447
10.3.4 Fases del Procedimiento Concursal	451
10.3.4.1 Diligencias Previas.....	452
10.3.4.2 Fase Común de Actuaciones.....	452
10.3.4.3 Convenio o Liquidación.....	453
10.3.5 Novedades y Reformas de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal ...	455
10.3.5.1 Algunos Apuntes de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de Apoyo a los Emprendedores y su Internacionalización.....	456
10.3.5.2 La Administración Concursal	458
10.3.6 Efectos de la Declaración de Concurso.....	460
10.3.7 Insolvencia Transfronteriza vs. Procedimientos Extranjeros de Insolvencia	463
11. Conclusiones	467
12. Bibliografía.....	473

LISTA DE ABREVIATURAS

ADR	Mecanismos de Resolución Alternativa de Conflictos
AIG	American International Group
BCBS	Comité de Supervisión Bancaria de Basilea
BCE	Banco Central Europeo
BE	Banco de España
BIF	Banking Insurance Fund
BOE	Boletín Oficial del Estado
BSA	Bank Secrecy Act
CAFRA	Civil Asset Forfeiture Reform Act
CDO	Collateralized Debt Obligations
CFPB	Consumer Financial Protection Bureau
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CRA	Community Reinvestment Act
CRARA	Credit Rating Agency Reform Act
DHUD	Department of Housing and Urban Development
DOJ	Department of Justice
EBA	European Banking Authority
ECOA	Equal Credit Opportunity Act
EFPA	European Financial Planning Association
FC	Fondo de Cliente
FCBA	Fair Credit Billing Act
FCRA	Fair Credit Reporting Act
FDCPA	Fair Debt Collection Practices Act
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FDICIA	Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act
FDIRA	The Federal Deposit Insurance Reform Act
FED	Federal Reserve System
FHA	Fair Housing Act
FHLBB	Federal Home Loan Bank Board
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FIRREA	The Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act
FISA	Financial Institutions Supervisory Act
FMI	Fondo Monetario Internacional
FPA	Financial Planning Association
FRBP	Federal Rules of Bankruptcy Procedure
FRE	Federal Rules of Evidence
FSAP	Financial Service Action Plan
FSLIC	Federal Savings and Loan Insurance Corporation
FTC	Federal Trade Commission
FTCA	Federal Tort Claims Act
GLB	Gramm-Leach-Bliley Act
HMDA	Home Mortgage Disclosure Act

IAA	Investment Advisers Act
IAFP	International Association for Financial Planning
IBCFP	International Board of Standards and Practices for Certified Financial Planners
ICA	Investment Company Act
ICP	Institute of Certified Planners
IOSCO	International Organization of Securities Commission
LCD	Least Developed Countries
MBS	Mortgage Backed Securities
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MSRB	Municipal Securities Rulemaking Board
MUS	Mecanismo Único de Supervisión
MVF	Fondo de Víctimas de Madoff
NAHA	National Affordable Housing Act
NARA	National Archives and Records Administration
NASAA	North American Securities Administrators Association
NASD	National Association of Securities Dealers
NCUA	National Credit Union Administration
NHPA	New Homeowner's Protection Act
NSMIA	National Securities Market Improvement Act
OCM	Office of the Comptroller of the Currency
OIEA	Office of Investor Education and Advocacy
OTC	Over-the-counter
PCAOB	Public Company Accounting Oversight Board
RAC	Regulation of Analyst Certification
RESPA	Real Estate Settlement Procedures Act
RIA	Registered Investment Advisor
RRI	Rules Relating to Investigation
SEC	Securities and Exchange Commission
SIA	Securities Industry Association
SIPA	Security Investment Protection Act
SIPC	Securities Investor Protection Corporation
SRO	Self-Regulatory Organizations
SOX	Sarbanes-Oxley Act
TARP	Troubled Asset Relief Program
TILA	Truth in Lending Act
TILSRA	Truth in Lending Simplification and Reform Act of 1980
UE	Unión Europea
UFTA	Uniform Fraudulent Transfer Act
UIT	Unit Investment Trust

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Reservas de Divisas de los Países Industrializados vs. Países en Vías de Desarrollo	47
Gráfico 2. Activos de la Reserva Federal en Miles de Millones de Dólares.....	48
Gráfico 3. Nivel de Deuda de los Estados Unidos (1940-2010)	49
Gráfico 4. Evolución de las Ejecuciones Hipotecarias por Trimestre en España	91
Gráfico 5. Precio del Mercado Inmobiliario (1999-2013)	102
Gráfico 6. Tasas de Inflación.....	105
Gráfico 7. Índices de Precios al Consumidor (2003-2012)	106
Gráfico 8. Tasa de Morosidad (1995-2012).....	107
Gráfico 9. Nivel de Crédito (1962-2012).....	108
Gráfico 10. Tipo de Interés Interbancario (EURIBOR).....	109
Gráfico 11. Tipo de Interés a un Día (EONIA)	109
Gráfico 12. Desempleo Total (2003-2012)	111
Gráfico 13. Cierres Mensuales del Índice General de la Bolsa de Madrid (1987-2009)	113
Gráfico 14. Cierres Mensuales S&P (1987-2009)	113
Gráfico 15. Precio de las Acciones.....	117
Gráfico 16. Deuda del Sector Hogares: España-Zona Euro (2002-2010)	118
Gráfico 17. Tasas de Acceso y Salida del Mercado de las Empresas en Estados Unidos (1999-2011).....	119
Gráfico 18. Tasas de Acceso y Salida al Mercado de Japón (1983-2007)	120
Gráfico 19. PIB – Estados Unidos y España (2002-2013).....	121
Gráfico 20. Tasa de Desempleo – Estados Unidos y España (2002-2013).....	122
Gráfico 21. Mercados Regulados en el Mercado de Valores Español	251
Gráfico 22. Firmas que Gestionan el Dinero de los Españoles	258
Gráfico 23. Estado de la Revisión de las Reclamaciones	375
Gráfico 24. Progreso Base de las Reclamaciones	376
Gráfico 25. Tasa Concursal de los Diversos Tipos de Empresas en el Mercado Español	451

LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Delimitación de Competencias Legales del Banco de España.....	154
Tabla 2. Prioridades Usadas en la Matriz de Riesgos del Banco de España	157
Tabla 3. Perfiles Usados en la Matriz de Riesgos del Banco de España	157
Tabla 4. Matriz de Riesgo del Banco de España.....	158
Tabla 5. Aportaciones del FROB en el Sistema Financiero Español (2011)	170
Tabla 6. Segunda Ronda de Intervenciones del FROB (2011)	171
Tabla 7. Número de Entidades Supervisadas por el Banco de España	183
Tabla 8. Fraudes más Escandalosos en Estados Unidos	310
Tabla 9. Víctimas con Mayor Exposición en el Caso Madoff.....	365
Tabla 10. Tasas Comparadas de Concursos (2006 y 2010)	449
Tabla 11. Porcentaje de PYMES en el Mercado Español	450

SINOPSIS

Análisis de Derecho Comparado Sobre la Reforma Financiera y el Sistema de Protección del Consumidor en Estados Unidos y España

La presente investigación desarrolla un estudio comparado de las crisis financieras y de las reformas normativas llevadas a cabo en Estados Unidos y España tras el estallido de la crisis financiera global de 2008. Concretamente, esta tesis se centra en el análisis de la nueva normativa bancaria y del mercado de valores con vistas a comparar el marco jurídico creado y el aumento de la protección del consumidor financiero. Para ello, se expondrán las novedades de la regulación financiera en Estados Unidos, España y la Unión Europea.

Resulta evidente el hecho de que tras las recientes crisis financieras, los diferentes gobiernos nacionales se vieron obligados a reconocer la ausencia de control y supervisión de los principales intermediarios financieros. Y, que debido al alcance de dichas crisis, se tornó necesaria una profunda reforma del sistema destinada a aumentar la protección del consumidor financiero. Sin embargo, partiendo de la base de que este nunca ha sido el objetivo de la industria bancaria o de valores, podemos entender la dificultad que supuso la aprobación por consenso de nuevas políticas de esta naturaleza. Afortunadamente, como veremos a continuación, las propuestas originadas desde organismos como la OCDE, el Banco Mundial o el FMI han resultado fundamentales para llevar a cabo las reformas necesarias de los sistemas financieros nacionales. En este sentido, podemos ver, por ejemplo, como las leyes modelos y los Principios Del Alto Nivel Sobre Protección del Consumidor Financiero elaborados por la OCDE y el Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board* en inglés o FSB) han sido claves para la adopción de nuevas y mejores leyes en una multitud de países.

Asimismo, cabe destacar que las propuestas y recomendaciones incluidas en esta tesis han considerado las causas y los efectos de las más recientes crisis financieras, y proceden del análisis de las políticas aprobadas en el ámbito internacional para la protección del consumidor financiero. Por otra parte, se analiza la caída del sistema financiero global y sus efectos en la economía. A este respecto, resulta sorprendente que ninguna de las estructuras y sistemas de control y

supervisión que existían anteriormente a las respectivas crisis fuesen capaces de prevenir dicha caída. Sin embargo, todo ello tiene sentido dado que las diferentes normativas nacionales fueron diseñadas antes del *boom* de la globalización, de manera que los legisladores no previeron la interconexión de los mercados, y los posibles efectos que se podrían desprender del fallo sistémico.

En consecuencia, el modelo de protección del consumidor financiero propuesto en esta investigación considera la interrelación de los mercados globales y presume que un crecimiento sostenible no es posible sin el aumento de la protección del consumidor financiero. Además, las indicaciones prácticas detalladas en la presente investigación tuvieron en cuenta numerosas encuestas y estudios llevados a cabo por el Grupo del Banco Mundial que dieron lugar a valiosos informes de economía y política financiera comparada. Asimismo, se analizaron las diferentes publicaciones sobre el cumplimiento del Plan de Acción emitidas por el Grupo de Trabajo G20/OCDE de Protección del Consumidor Financiero aprobado en 2012.

La idea fundamental es que tanto en el sector bancario como en la industria de valores, los gobiernos nacionales deben aumentar y mejorar la protección de los consumidores. En este sentido, podemos decir que cuando estos se sienten protegidos, la economía mejora como resultado de la confianza depositada en las principales entidades financieras. Esto ocurre, entre otras cosas, porque los consumidores sienten menos miedo ante la posibilidad de correr riesgos innecesarios.

Por último, las reflexiones contenidas en esta tesis han sido incorporadas en otros estudios similares que serán próximamente publicados y que comparan la normativa financiera en diferentes países europeos como Portugal o Irlanda. Este tipo de estudios y análisis de derecho financiero comparado son extremadamente útiles para la comprensión de la necesidad del avance y mejora en la protección del consumidor del sector bancario y de valores.

Palabras clave: crisis financiera, reforma financiera, derecho bancario, derecho de valores, protección del consumidor financiero, fraudes piramidales, Estados Unidos, España.

RESUMEN DE LA TESIS

En la presente tesis analizaremos en primer lugar, el origen y el desarrollo de las más recientes crisis financieras que azotaron tanto a Estados Unidos como a España, y que llevaron a muchos otros países de la zona euro al borde del abismo. En este sentido, cabe destacar que, a pesar de los indicios de fraudes que se desprendieron y de las señales de alarma que advertían que los mercados no estaban debidamente regulados o preparados para afrontar una caída a nivel global, los gobiernos nacionales no fueron capaces de controlar los abusos que se estaban produciendo en los mercados financieros. En consecuencia, el colapso fue generalizado y los consumidores de Estados Unidos y España resultaron muy desprotegidos.

Esta investigación se desarrolla en el periodo que coincide con el estallido de la crisis y el inicio de la recuperación económica, comprendido entre el 2008 y 2015. Las principales reformas materia de estudio que han tenido lugar desde mediados de 2008 se centraron, entre otras, en aumentar la protección del consumidor financiero en los sectores bancarios y de la industria de valores. Lo cierto es que una de las causas más evidentes del origen de las crisis estuvo ligada a las malas prácticas llevadas a cabo por los intermediarios financieros en relación con la emisión de préstamos hipotecarios, y es precisamente este tema en el que nos centraremos para defender la necesidad de un aumento de la protección del consumidor financiero.

Por otro lado, cabe destacar, que a pesar de las numerosas leyes y reglamentos que ya existían anteriormente a la crisis diseñados en su mayoría para el control y la supervisión de los mercados, las entidades financieras sobrepasaron cualquier tipo de barreras y fueron capaces de esquivar la aplicación de la normativa en ese momento vigente, creando el caos cuando se produjeron las primeras caídas. En España se vivía de un sueño, el de convertirse en una de las primeras economías de Europa, viviéndose además, muy por encima de sus posibilidades. Todo esto tuvo un mal despertar cuando se produjo el estancamiento del sector hipotecario y la consiguiente caída del mercado inmobiliario. Además, a raíz del estallido de la crisis, se destaparon numerosos fraudes financieros que han mantenido en jaque a un gran número de consumidores que hasta la actualidad se encuentran esperando que los gobiernos nacionales reconozcan su negligencia y falta de responsabilidad al respecto, de manera que estos puedan ser debidamente compensados.

En definitiva, el centro de nuestro estudio es la defensa y protección del consumidor financiero como medida correctora y sancionadora de los desbarajustes producidos, así como la necesidad de que los gobiernos nacionales asuman su responsabilidad en la caída de grandes instituciones y operadores financieros. Para constatarlo, llevamos a cabo un análisis de derecho comparado sobre las reformas de los mercados en Estados Unidos y España. En resumidas cuentas, la presente tesis propone la incorporación de la protección del consumidor a la regulación financiera, para un mayor control del comportamiento de las entidades que operan de manera irregular en Estados Unidos y España. Un consumidor financiero informado y unos operadores financieros debidamente controlados ayudarán a prevenir eventuales crisis.

Por lo tanto, los objetivos de la tesis son:

- Determinar la relevancia de la protección del consumidor financiero en la actual regulación de los mercados.
- Sentar una base de principios financieros que deban regir las normativas financieras nacionales.
- Establecer las directrices para decidir el tipo de principios que deberían de incluirse en la regulación financiera, teniendo en cuenta la realidad económica y social de cada país.
- Analizar descriptivamente un conjunto de prácticas y buenas conductas para la protección del consumidor financiero, destacando la importancia de la incorporación de dichos principios a las normativas nacionales.
- Establecer un número de recomendaciones en el marco de la protección de los consumidores.
- Llevar a cabo una metodología de prevención de la crisis financiera.

Para esto, se realizó un estudio basado en la aplicación de los Principios del Alto Nivel Sobre Protección del Consumidor Financiero elaborados por la OCDE y el Consejo de Estabilidad Financiera, así como en el Plan de Acción emitido por el Grupo de Trabajo G20/OCDE de Protección del Consumidor Financiero aprobado en 2012. Inclusive, se tuvieron en cuenta los enfoques efectivos para la implementación de los Principios del Alto Nivel Sobre Protección del Consumidor Financiero publicados por el Banco Mundial junto con el Departamento de Economía de la Confederación Suiza.

Concretamente, en el primer capítulo de esta tesis se analizan las causas que originaron la crisis financiera global. En primer lugar se incluye una breve introducción

de la desregulación que existió en el sector financiero a finales del siglo XX (§1.1), para a continuación describir la importancia que la misma tuvo en la presente crisis. Posteriormente, se presentan los factores que provocaron la existencia de una burbuja tecnológica (§ 1.3) y cómo esta afectó a los mercados de valores. Además, se describe en detalle el origen de la crisis hipotecaria en Estados Unidos y sus efectos devastadores (§ 1.4). Dicho estudio irá seguido de un resumen del colapso de las principales entidades financieras, lo que marcó el inicio de la crisis financiera global (§1.5). En definitiva, este primer capítulo nos ayuda a introducir el marco de estudio de la tesis.

El segundo capítulo se centra en el análisis de la crisis financiera norteamericana. Para ello, comenzamos por un breve recorrido de los eventos más significativos y el análisis de los posibles responsables de la caída en picado de la economía estadounidense (§2.2). Este enfoque considera igualmente la realidad del grupo de los principales afectados (§2.3), y las respuestas políticas que se sucedieron (§2.4). A continuación, se discuten posibles alternativas y respuestas al caos económico (§2.6). Por ejemplo, se debate la posibilidad de llevar a cabo rescates financieros desde las propias entidades financieras como alternativa a los rescates gubernamentales, y argumentamos que esto aliviaría la carga llevada por los contribuyentes y los gobiernos nacionales (§2.6). En consecuencia, podemos decir que Estados Unidos aceptó su responsabilidad y llevó a cabo una reforma profunda de los mercados y creó una nueva estructura para el control y supervisión de los operadores financieros.

En el capítulo tres, se presenta un estudio similar de la crisis financiera en España. Este capítulo incluye una cronología, que contiene a su vez, la respuesta política dada por el gobierno español (§3.2). Igualmente, se abordan problemas de falta de liquidez en el sector financiero español y de crisis fiscal, ambos factores resultaron clave para el agravamiento de la crisis en el sector inmobiliario español (§3.3 y §3.4). Se tratan además problemas fundamentales que afectaron los derechos de los consumidores financieros a raíz de las innumerables ejecuciones hipotecarias forzadas (§3.5). Por otra parte, se realiza un estudio comparado de la regulación financiera antes y después de la crisis, para confirmar la ausencia de una regulación adecuada, entre otros, en la comercialización de los productos financieros más complejos (§3.6) y se concluye con un apunte sobre la crisis fiscal en España (§3.7).

Por su parte, el capítulo cuatro está dedicado al análisis comparado de las crisis financieras en Estados Unidos y España, con el fin de introducir una relación entre ellas, así como de destacar las principales diferencias que existieron (§4.3). Concretamente, se analizan los factores que dieron origen a las crisis hipotecarias en ambos países, y de la crisis del crédito en el sector bancario (§4.3.1 y §4.3.3). También se incluye una discusión sobre la crisis bursátil y el colapso de los principales mercados de valores, consecuencia de las últimas crisis financieras en ambos países (§4.3.5). Asimismo, destaca el estudio comparado con la crisis japonesa de los 90's, a efectos de analizar lo acontecido a ambos lados del océano y de disponer de más información para prevenir futuras crisis (§4.5); todo ello nos acerca al estudio de la crisis asiática, y nos ayuda a recapacitar sobre las soluciones aportadas en ese continente.

Ya en el capítulo cinco, se presenta un estudio comparado de los diferentes modelos de supervisión bancarios en Estados Unidos, España, y en la Unión Europea. Para ello, en primer lugar, se introducen conceptos fundamentales de política económica, seguido de un análisis del origen y la evolución de la regulación bancaria global (§5.2.3). Este capítulo no se limita al estudio de la historia y la regulación bancaria actual en Estados Unidos (§5.2.4), sino que analiza y cuestiona el actual modelo de supervisión bancario norteamericano (§5.2.7) y las acciones para el cumplimiento de la ley por parte de los órganos supervisores (§5.2.9). La segunda parte de este capítulo se centra en el análisis de la regulación bancaria en España, y concretamente, en el modelo de supervisión bancario español (§5.3.1). Por último, este capítulo se examinan las principales reformas que se llevaron a cabo en el seno de la Unión Europea a consecuencia de la crisis de la deuda soberana, del sistema bancario y del sistema financiero en general (§5.4). Resulta clave destacar que en la presente investigación no solo se lleva a cabo un estudio de la reforma financiera desde un punto de vista prudencial, sino que se incluye el análisis de la creación de un nuevo sistema de supervisión armonizado basado, entre otros, en el aumento de la protección del consumidor financiero (§5.4.4).

Dejando atrás el análisis del mercado bancario, nos adentramos a través del capítulo seis en el derecho del mercado de valores, en donde se analiza también el desarrollo de la crisis bursátiles en Estados Unidos, y el estado actual de la regulación de la industria de valores (§6). Para ello, se revisa el marco jurídico y el marco institucional aplicable a los mercados de valores (§6.3.4 y §6.3.5), incluyendo la

regulación administrativa que rige en los casos de violación de las leyes del mercado de valores (§6.3.5.1). Y la misma revisión se realiza respecto a los mercados de inversión en España (§6.4). Este capítulo concluye con un estudio de las últimas aportaciones de la regulación financiera en materia de inversiones dentro de la Unión Europea (§6.5).

Un capítulo fundamental de esta tesis es el capítulo siete, dedicado al estudio comparado de la protección del consumidor financiero (§7). Este capítulo describe en detalle la evolución del sistema de protección del consumidor financiero a través del estudio de la historia de la normativa bancaria y de inversiones que surgió a raíz de las principales crisis financieras del siglo XXI. Además, se lleva a cabo un análisis en detalle de la evolución normativa y la presente cobertura ofrecida a los consumidores financieros tanto en Estados Unidos como en España (§7.3-§7.10). Uno de los aspectos más interesantes de este capítulo radica en la introducción de los principios internacionales de protección del consumidor financiero y la adaptación de dichos principios a los sistemas normativos nacionales. Todo ello surge en el contexto del actual compromiso que dichos países habían expresado para la mejora del sistema financiero y de la economía global. De todo ello, podemos concluir que se trata de un aspecto fundamental de la nueva regulación de los mercados financieros.

Por otro lado, los capítulos ocho y nueve abordan uno de los temas más controversiales de la etapa postcrisis: el fraude financiero. Estos dos capítulos tratan de introducir al lector en el estudio de la tipología de los principales fraudes financieros, y el análisis detallado de la regulación del fraude de inversiones, la cual toma en cuenta las recomendaciones de los organismos financieros internacionales (§8.3). Debemos recordar que tras la crisis, se destaparon numerosos fraudes financieros, los cuales fueron fruto de la falta de regulación y supervisión en el mercado. Ello provocó una profunda reforma de la normativa aplicable relativa al control de los principales operadores financieros. La respuesta de la normativa vino de la mano con el aumento de los recursos financieros destinados para la prevención e investigación del desarrollo de actividades fraudulentas por parte de los gobiernos nacionales. Por ello, en este capítulo volvemos a reiterar la necesidad de llevar a cabo una reforma normativa que contemple y se centre en el aumento de la protección del consumidor financiero, ya que este se vio profundamente afectado por numerosos fraudes (§8.6). Por su parte, el capítulo nueve aborda un tipo específico de fraude financiero: los esquemas piramidales Ponzi (§9). En este nuevo capítulo, se examina

y se analiza en detalle el fraude de inversiones de tipo piramidal perpetrado por el ex presidente del mercado financiero NASDAQ, Bernard L. Madoff, el cual fue considerado como uno de los fraudes de inversiones más trascendentes de la historia financiera de los Estados Unidos, y se consideran, asimismo, fraudes similares que acontecieron en el sistema español. (§9.3)

El último capítulo, el capítulo diez, está destinado al estudio comparado del derecho concursal en Estados Unidos y España (§10). Su introducción se debe a la importancia de observar las diferencias y similitudes de los procesos de restructuración y liquidación de las empresas en quiebra (§10.2.1 y §10.2.2), además del análisis de los cambios producidos en los sistemas concursales tras las crisis financieras. Cabe resaltar que, en España, esta reforma fue aplaudida desde varios sectores de la sociedad, dado que la nueva normativa aportó una mayor flexibilidad (§10.3), mientras que en Estados Unidos, la reforma de la normativa concursal resultó ser más controversial ya que puso especial énfasis en el control de fraudes empresariales. Sin embargo, lo que no se puede negar es que el enfoque creado por ambos países en ambos países para la superación de la crisis, la protección del consumidor financiero y el apoyo a las empresas viables fue adecuado.

Por último, en el capítulo once se incluyen las conclusiones de la presente tesis (§11), y las recomendaciones que se corresponden con la necesidad de adaptar la normativa financiera a las nuevas políticas y exigencias internacionales, especialmente aquellas que incluyen un aumento en la protección del consumidor financiero. Para la redacción de las mismas, se tomaron en cuenta los principios internacionales así como las leyes modelos y sus comentarios de protección del consumidor elaborados por el Grupo de Trabajo CEO de Microfinanzas; además de los estudios llevados a cabo por las principales organizaciones internacionales como el G20, la OCDE, el FMI y la Unión Europea.

Estas recomendaciones aspiran a promover el buen comportamiento de las instituciones financieras y la mejora del sistema financiero en su conjunto. Concretamente, en la presente investigación se proponen las siguientes recomendaciones:

- Promover la transparencia en los mercados financieros y de valores, a fin de que los productos que se comercialicen en los mismos cuenten con información específica, clara, sencilla, oportuna y comparable,

- especialmente en relación con las características y costos de los mismos, ayudando a que los consumidores puedan tomar una decisión informada;
- Reducir la asimetría informativa entre los proveedores y los consumidores financieros, a fin de que estos últimos puedan comprender las transacciones en las que son parte;
 - Reforzar la educación financiera entre los consumidores, lo cual requerirá la participación conjunta de las entidades bancarias, sociedades de inversión, agentes de mercados, organizaciones de consumidores, e inclusive los organismos gubernamentales y de supervisión;
 - Adoptar un sistema proactivo que asegure el mejor funcionamiento de los mercados financieros en vez de un sistema reactivo que responda a las quejas de los consumidores y a las malas prácticas de los proveedores;
 - Tomar en consideración y adaptar las normativas nacionales a los principios y a las buenas prácticas provenientes de los organismos internacionales especializados;
 - Mejorar la normativa de protección del consumidor financiero a través de la aprobación de reglas claras que tomen en cuenta las necesidades de estos y que desincentiven las malas prácticas llevadas a cabo por los agentes financieros. Esta normativa debería regular, entre otras, el sobreendeudamiento así como las comisiones y otros gastos que no tienen sustento en los costos reales en la contratación, permanencia o terminación de un producto o servicio financiero;
 - Contar con una supervisión efectiva de los operadores, *in-situ* y *extra-situ*, lo cual implica destinar mayores recursos a los órganos de control gubernamentales, ayudando a su vez a las asociaciones civiles destinadas a la protección de los consumidores;
 - Tener mecanismos disponibles para resarcir a los consumidores financieros en caso que se determine la existencia de responsabilidad por parte de los organismos supervisores en el ejercicio de sus funciones;
 - Mantener mecanismos alternativos de resolución de conflictos. Estos mecanismos deberían ser independientes, rápidos, eficientes, y de bajo costo;
 - Implementar sistemas que incentiven a los consumidores a buscar asesoría

financiera independiente por parte de un tercero, en especial, en los casos de contratación de productos financieros complejos; y,

- Crear un régimen sancionador más severo para aquellas instituciones y operadores que no respeten la normativa aplicable, en especial, para aquellas instituciones que sean reincidentes o se aprovechen de la posición de desventaja de los consumidores.

0. Introducción

El inicio de la crisis financiera estuvo relacionado con la aprobación de diferentes políticas y reformas liberales que fomentaron en su mayor parte la adquisición de viviendas por consumidores de escasos recursos financieros, y con la fusión de entidades bancarias con entidades de inversión sin ningún tipo de control. Asimismo, el derrumbe del sector inmobiliario fue el resultado de una mala estrategia por parte de los gobiernos y una mala gestión económica de las principales entidades financieras. Existió en este contexto, inexplicablemente, una extraordinaria facilidad de acceso al crédito, especialmente en préstamos de alto riesgo; y faltó, además, proceder a la verificación de los activos financieros y de la renta de los consumidores que pretendían obtener dichos préstamos.

En este contexto, también se produjo una sobrevaloración del conjunto de las hipotecas de alto riesgo basada en la teoría de que los precios de los mercados continuarían subiendo, y se llevaron a cabo igualmente prácticas de dudosa moralidad entre compradores y vendedores; así como un sistema de compensaciones centrados en las ganancias a corto plazo, sin el respeto a las normas de control de ningún tipo. Por otra parte, se produjo escasez de capital en los bancos y empresas *holdings* y al parecer no hubo ningún compromiso por parte de las aseguradoras con respecto a los seguros firmados. Con todo ello, el estallido de la crisis financiera parecía inevitable. Y así fue. Estados Unidos, España, y casi la totalidad de los sistemas financieros mundiales colapsaron.

Ante esta situación, ambos gobiernos tomaron las medidas que consideraron convenientes, según sus realidades y expectativas. Si bien estas medidas y sus respectivas aplicaciones fueron distintas entre sí, ambas tuvieron la misma finalidad: el mantenimiento de la estabilidad financiera, y el control y la prevención de nuevas crisis sistémicas a través de la regulación de sus respectivos mercados y de la protección del consumidor.

Aún hoy, la situación económica de España y Estados Unidos dista mucho de ser óptima, y sin embargo, en ambos países se empiezan a recoger datos económicos positivos. Por ejemplo, ambas economías tienen mayor liquidez, otorgándose nuevos créditos. Asimismo, el número de desempleados se ha reducido considerablemente.

Analizando los hechos en retrospectiva, podemos decir que la supervisión financiera y del mercado de valores fue escasa o nula en la época previa a la crisis, dado que los mercados mantuvieron un crecimiento “sostenido”, pero basado, entre otros, en economías apalancadas y malas praxis de ciertos agentes del mercado. Sin embargo, una vez que la crisis dejó al descubierto las bases de dicho crecimiento, los países iniciaron el reforzamiento de la supervisión de dichos mercados. De esta manera, podemos citar lo indicado por el famoso inversor y empresario multimillonario estadounidense Warren Buffett: *“After all, you only find out who is swimming naked when the tide goes out”*, lo que traducido al español significa *“sólo cuando baja la marea se sabe quién nada desnudo”*, es decir, que en época de abundancia, el dinero es como el agua del mar que a todos nos llega como mínimo por la cintura, y por tanto, no es necesario investigar lo que está por debajo, o si a nuestro alrededor otras personas andan desnudas, ya que no se puede apreciar de ningún modo, salvo cuando la marea baje. Sin embargo, cuando la economía se tambalea y las cuentas bancarias están medio vacías, las mentiras triviales que habían pasado inadvertidas, comienzan a resultar sospechosas y empieza a mirarse todo con lupa. En otras palabras, encontramos que, en situaciones de crisis no se da por hecho lo que en épocas de prosperidad sí se da, y por tanto, las entidades financieras y los operadores financieros quedan expuestos ante los fraudes flagrantes que no han sido detectados con anterioridad.

En ese sentido, producto de la crisis se destaparon numerosos fraudes de inversiones y actuaciones ilegales por parte de las entidades financieras y los operadores del mercado de valores, los cuales llevaron a muchas empresas a la bancarrota y a muchos agentes del mercado tras las rejas. Basado en esta cruda realidad, se llevará a cabo un estudio del derecho comparado del sistema financiero y su reforma en la actualidad.

0.1 Hipótesis

Esta investigación se basó en la siguiente hipótesis:

- Para prevenir una crisis financiera no solo basta la aprobación de leyes y reglamentos sobre el funcionamiento de los mercados financieros y sus

operadores, sino que se deben incluir disposiciones que aborden la protección del consumidor financiero. La reforma financiera actual necesita introducir mejor los principios de protección del consumidor financiero para que las empresas sean capaces de maximizar sus beneficios de manera responsable. Asimismo, las nuevas tecnologías han modificado la realidad empresarial y han revolucionado el mundo de las inversiones, lo cual hace que puedan generarse muchos fraudes en perjuicio de los consumidores y del mercado. Esto conlleva la necesidad de una regulación más estricta capaz de desincentivar la comisión de fraudes.

0.2 Metodología

Para el desarrollo de la tesis se identificaron los objetivos de protección al consumidor financiero y prevención del fraude que se encuentran enmarcados dentro las reformas financieras actuales. Para ello se realizó la investigación de la situación actual de los sistemas financieros en Estados Unidos y España.

Con esta información se determinaron los principios que deben regir la reforma financiera en ambos países y las pautas de comportamientos que deben llevar a cabo las entidades financieras para el buen funcionamiento de los mercados.

Una vez definidos los principios rectores de la normativa financiera, se definió un plan de trabajo basado en el análisis de la regulación financiera previa a la crisis en ambos países, y las carencias más evidentes en cada uno de ellos. De esta manera, se seleccionaron determinados principios que pudiesen ayudar a lograr el objetivo trazado por las reformas, es decir, el aumento de la protección del consumidor para que los consumidores financieros recuperasen la confianza en los mercados lo antes posible y se lograra volver a alcanzar la estabilidad financiera.

Además, se tomaron en cuenta las necesidades de desarrollo de cada una de las sociedades y se adoptó un esquema de trabajo para el análisis de las diversas reformas financieras. Inclusive, antes de llevar a cabo las recomendaciones contenidas en esta investigación, se consideraron diversos modelos de protección del consumidor financiero que pudiesen funcionar para cada uno de los países, en base a los elementos más problemáticos del sistema financiero de cada uno de ellos. Este

proceso fue esencial para determinar enfoques efectivos de protección del consumidor financiero.

Para recomendar un modelo final en materia de protección del consumidor financiero se tuvieron en cuenta las diferencias socioeconómicas de cada país así como las estructuras financieras establecidas previamente a la crisis.

Por último, nos aseguramos que el producto de esta investigación resultase acorde con las necesidades reales de cada uno de los países, sus políticas financieras y los objetivos establecidos en sus respectivas reformas.

0.3 Objetivos

Los principales objetivos por el que se llevó a cabo esta investigación fue para:

- Analizar la importancia de la protección del consumidor financiero en la reforma del sector bancario y del mercado de valores de Estados Unidos y España; y
- Elaborar recomendaciones que sirvan de base para el desarrollo de políticas financieras modernas que incluyan un mejor sistema de protección del consumidor financiero.

Para ello, analizaron los principales acontecimientos financieros que dieron a las más recientes crisis. Basado en dicho análisis, podemos concluir lo siguiente:

- Para recuperar la estabilidad financiera es necesario la aprobación de una reforma que incluya la adecuada protección del consumidor financiero.
- Para que los consumidores financieros recuperen la confianza en los mercados financieros se deben aprobar normas más flexibles que permitan a los consumidores no ahogarse en un sinnúmero de obligaciones respecto de las entidades financieras.
- Para que los mercados financieros funcionen más eficientemente se deben dedicar más recursos a educar a los consumidores, de manera que se reduzca la asimetría informativa existente y se tomen mejores decisiones en materia de inversión.
- Para definir las necesidades de los consumidores se deben implementar reglas que obliguen a las entidades financieras a conocer mejor a sus clientes con el fin de satisfacer sus necesidades.

- Para evitar que se produzca un incumplimiento generalizado de la normativa financiera que acabe por afectar a los consumidores, se debe perfeccionar las normas de control y se debe dar cumplimiento de las mismas a través de las actuaciones de supervisión.
- Para que existan mejores prácticas de comportamiento en el sector financiero, las autoridades deben obligar a las instituciones financieras a actuar en beneficio del consumidor.
- Para combatir el aumento de fraudes financieros, los organismos gubernamentales supervisores deberán asumir una mayor responsabilidad en caso no efectúen un adecuado control y prevención de fraudes.

Finalmente, para lograr los objetivos de la presente tesis se proponen las siguientes recomendaciones:

- Promover la transparencia en los mercados financieros y de valores, a fin de que los productos que se comercialicen en los mismos cuenten con información específica, clara, sencilla, oportuna y comparable, especialmente en relación con las características y costos de los mismos, ayudando a que los consumidores puedan tomar una decisión informada;
- Reducir la asimetría informativa entre los consumidores y los proveedores del mercado financiero, a fin de que los consumidores comprendan las transacciones en las que son parte, y de esta manera aumente la eficiencia de dichas transacciones;
- Reforzar la educación financiera de los consumidores, lo cual requerirá la participación conjunta de las entidades financieras, sociedades de inversión, agentes de mercados, organizaciones de consumidores, e inclusive los organismos gubernamentales y de supervisión;
- Adoptar un sistema proactivo que asegure el mejor funcionamiento de los mercados financieros en vez de un sistema reactivo que responde a las quejas de los consumidores y a las malas prácticas de los proveedores, lo cual podría incluir la prohibición en la comercialización de ciertos productos o servicios, así como la regulación de ciertos productos o servicios que tengan altos costos de transacción;

- Tomar en consideración y adaptar las normativas nacionales a los principios y a las buenas prácticas provenientes de los organismos internacionales especializados;
- Mejorar la normativa de protección del consumidor financiero a través de la aprobación de reglas claras que tomen en cuenta las necesidades de los consumidores en el mercado de valores y que desincentiven las malas prácticas de los agentes financieros. Asimismo, esta normativa debería regular el sobreendeudamiento, además de las comisiones y otros gastos cobrados a los consumidores que no tienen sustento en los costos reales en la contratación, permanencia o terminación de un producto o servicio financiero;
- Contar con una supervisión efectiva de los operadores financieros, *in-situ* y *extra-situ*, lo cual implica destinar mayores recursos a los órganos de control gubernamentales, ayudando a su vez a las asociaciones civiles destinadas a la protección de los consumidores;
- Tener mecanismos disponibles para que los consumidores puedan ser resarcidos en caso que se determine la existencia de responsabilidad por parte de los organismos supervisores en el ejercicio de sus funciones;
- Mantener mecanismos alternativos de resolución de conflictos con los consumidores financieros. Estos mecanismos deberían ser independientes, rápidos, eficientes, y de bajo costo;
- Implementar sistemas en donde las instituciones financieras y de valores incentiven a los consumidores a buscar asesoría independiente por parte de un tercero en los casos de contratación de sus productos y/o servicios, teniendo en cuenta la complejidad de los mismos; y,
- Crear un régimen sancionador más severo para aquellas instituciones y operadores financieros y de valores que no respeten la normativa aplicable, en especial para aquellas instituciones que sean reincidentes o se aprovechen de la posición de desventaja de los consumidores (por ejemplo, ante la existencia de asimetría informativa o el uso de contratos de adhesión, entre otros).

1. La Crisis Financiera Global

1.1 Introducción

Considerada como la peor crisis desde 1930, la crisis financiera que estalló en 2008 supuso el colapso del sistema financiero en su conjunto, esta vez no sólo en los Estados Unidos sino a nivel mundial¹. Se podría decir que la crisis financiera global es el resultado de una escasa supervisión, la ausencia de una debida diligencia, un inexistente sentido común y una grave carencia de moralidad². Como resultado de tal grave crisis, muchas de las principales entidades financieras alrededor del mundo tuvieron que reestructurarse o desaparecer³.

Para entender el origen de la última crisis, es necesario observar las recientes eras del sistema monetario internacional así como los desequilibrios globales que se han producido y que han provocado esta crisis de carácter global. Comenzando por 1870, predominaba en el sistema monetario el patrón oro, en el cual el valor de la mayoría de monedas se fijaba en términos de oro⁴; es decir, el oro era utilizado como denominador común de todas las demás monedas. Este era un sistema fijo, con muy poca volatilidad, predecible y estable. Para poder canjear monedas a un precio fijo, cada banco central necesitaba mantener determinadas reservas de oro⁵. El sistema proporcionaba incentivos poderosos para que los países gestionasen superávits, lo que resultaba en entrada neta de oro⁶. Sin embargo, este sistema se vio mermado cuando estalló la primera guerra mundial y varios países combatientes imprimieron una cantidad excesiva de dinero para financiar sus esfuerzos bélicos sin la capacidad de respaldar ese dinero en metal⁷. Por otra parte, tras la Primera Guerra Mundial, especialmente durante la Gran Depresión (1929-1933), varios países comenzaron a

¹ Siegel, L. (2009). *Insights into the Global Financial Crisis*. The Research Foundation of CFA Institute. p. 3 y siguientes.

² Wharton University (2009, 29 de diciembre). Crisis Financiera: ¿Quiénes son los Responsables? *América Economía*. Descargado de <http://mba.americaeconomia.com/articulos/reportajes/crisis-financiera-quienes-son-los-responsables>.

³ Apertura.com (2012, 7 de agosto). *España: La crisis hizo desaparecer 1000 empresas por día*. Descargado de <http://www.apertura.com/economia/Espana-la-crisis-hizo-desaparecer-1000-empresas-por-dia-20120807-0001.html>.

⁴ Eichengreen, B. (2008). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System, Second Edition*. Princeton University Press. p. 6 y siguientes.

⁵ *Id.*

⁶ *Id.*

⁷ *Id.*

competir por la depreciación de sus monedas para impulsar las exportaciones a expensas de sus socios⁸. En esta “carrera de mínimos”⁹ como se le conoce en inglés, nadie podía salir ganando y el sistema del oro tuvo que desaparecer.

Al final de la Segunda Guerra Mundial, en una conferencia celebrada en la ciudad estadounidense de Bretton Woods, en el estado de New Hampshire, un nuevo sistema monetario fue establecido¹⁰. Este sistema, conocido como el sistema *Bretton Woods*, fue aprobado por 44 países¹¹. El sistema estableció el dólar estadounidense como nuevo denominador común. Todas las demás monedas se establecerían con un tipo de interés fijo con respecto al dólar estadounidense¹². Así, un dólar equivalía a 35 onzas de oro¹³. Por su parte, se podría indicar que estos acuerdos fueron también el origen de los grandes desniveles de capital. El profesor del Departamento de Finanzas de la Universidad de Pennsylvania, Franklin Allen, apunta que si bien estos acuerdos suavizaron los conflictos financieros después de la Segunda Guerra Mundial, el sistema financiero mundial pasó a estar dominado por los Estados Unidos y Europa, algo que no resultó ser del todo positivo¹⁴.

Por otro lado, de la misma manera que los acuerdos de *Bretton Woods* de 1944, la crisis financiera asiática de 1997, también conocida como la crisis del Fondo Monetario Internacional, resultó ser un hecho clave para el establecimiento y desarrollo de un nuevo orden financiero¹⁵. Esta crisis financiera asiática constituye un claro ejemplo del origen de la crisis financiera actual, consecuencia de la globalización, y marca el inicio de la debacle de la historia de la economía moderna¹⁶. Desde fines de 1980 hasta 1990, las economías del sureste asiático atrajeron casi la mitad del capital mundial a países en desarrollo. De esta forma, las economías de

⁸ Garber, P. (1993). *The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System*. A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform. Descargado de <http://www.nber.org/chapters/c6876.pdf>. p. 481.

⁹ Reich, R. (2010, 10 de abril). *Wall Street's Global Race to the Bottom*. Descargado de <http://robertreich.org/post/1245725732>.

¹⁰ The New York Times (2015, 28 de agosto). *Bretton Woods System*. Descargado de http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/subjects/b/bretton_woods_system/index.html.

¹¹ Stephey, M. J. (2008, 21 de octubre). A Brief Story of Bretton Woods System. *The Time*. Descargado de <http://content.time.com/time/business/article/0,8599,1852254,00.html>.

¹² *Id.*

¹³ *Id.*

¹⁴ Universidad de Pennsylvania (2013, 19 de julio). *From the Global Financial Crisis, Lessons Only Partially Learned*. Descargado de <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/from-the-global-financial-crisis-lessons-only-partially-learned/>.

¹⁵ Goldstein, M. (1998). *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications (Policy Analyses in International Economics)*. Institute for International Economics.

¹⁶ López, R. et al. (2015). Crisis Financieras Internacionales y Mercados Emergentes. *Eumet.net*. Descargado de <http://www.eumet.net/ce/nahuel-crisis.htm>.

países como Tailandia, Malasia, Indonesia, Corea del Sur y Singapur experimentaron un enorme crecimiento que fue conocido como el “milagro asiático”, el cual fue fruto de las inversiones, del dinero rápido, de la globalización y del capitalismo reinante en aquel entonces.

Estos países no supieron, sin embargo, manejar adecuadamente el crecimiento obtenido, y pronto comenzaron a tener grandes déficits en sus cuentas. A ello se le sumó la recuperación de Estados Unidos, que decidió aumentar los tipos de interés para ser más competitivo, así como el aumento del valor del dólar, al cual estaban fijadas muchas monedas del sureste asiático¹⁷. Por su parte, China devaluó igualmente su moneda para ser más competitivo, y empezó a ser el centro de los intercambios comerciales. Fue entonces cuando la crisis se expandió a otros países del sureste asiático como Hong Kong, Filipinas o Malasia. Otros países de la región como China, Brunei o Vietnam se vieron igualmente afectados aunque en menor medida¹⁸. El tipo de interés que mantenían la mayoría de países del sureste asiático no ayudó a la situación, y las monedas de países como Corea del Sur, Tailandia e Indonesia se devaluaron¹⁹. Cabe destacar que el continente asiático tenía por aquel entonces muy poca representación en el Fondo Monetario Internacional (FMI), lo que produjo que dichos países fuesen incapaces de conseguir los préstamos que necesitaban durante la crisis. Sin embargo, el FMI decidió actuar para estabilizar las monedas devaluadas e inyectó un paquete de ajuste estructural de más de 40.000 millones de dólares en las economías de esos tres países. A cambio, estos países se comprometieron a reducir el gasto público y la deuda externa, así como al cierre de las instituciones insolventes, y al aumento de la transparencia del sistema financiero en general, de manera que los inversores internacionales pudiesen tener información verosímil sobre la condición financiera del país²⁰. Este sistema, que produjo

¹⁷ Actualmente se está debatiendo la posibilidad de una nueva crisis de la moneda en los mercados emergentes, incluyendo los países asiáticos, dado que el dólar se está recuperando notablemente. Se puede encontrar mayor detalle en CNN Money (2015, 28 de julio). *Watch Out: Strong U.S. Dollar Could Trigger a Currency Crisis*. Descargado de <http://money.cnn.com/2015/07/28/investing/strong-dollar-hurts-emerging-markets/>.

¹⁸ De la misma manera, se está debatiendo la posibilidad de que ante la devaluación del Yuan se pueda generar otra crisis mundial. Se puede encontrar mayor detalle en Bloomberg News (2015, 23 de agosto). *Could China's Yuan Devaluation Spark a New Financial Crisis?* Descargado de <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-23/china-led-emerging-market-turmoil-evokes-worrisome-1994-parallel>.

¹⁹ Garay, U. (2015). *The Asian Financial Crisis of 1997-1998 and the Behavior of Asian Stock Markets*. Descargado de <http://www.westga.edu/~bquest/2003/asian.htm>.

²⁰ Nanto, D. (1998, 6 de febrero). *The 1997-1998 Asian Financial Crisis*. Descargado de <http://fas.org/man/crs/crs-asia2.htm>.

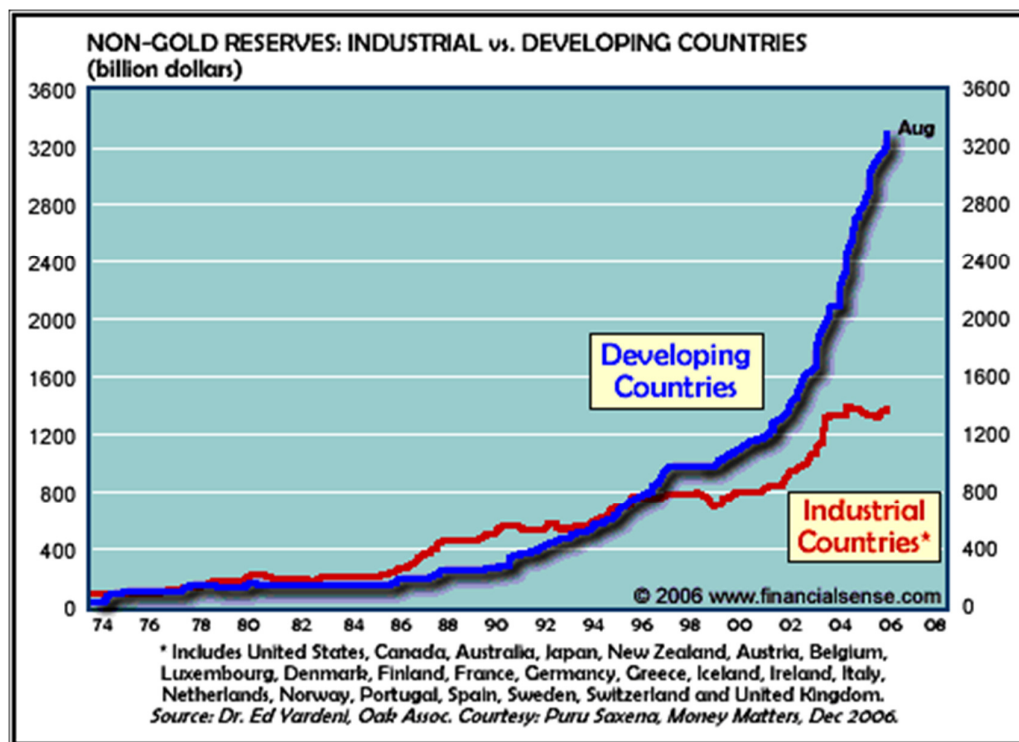
resultados mixtos, fue altamente criticado al inicio por expertos en economía mundial que sostuvieron que en época de recesión, para aumentar la productividad, se deben llevar a cabo medidas que aumenten el gasto y no al revés. Por otra parte, se criticó que el FMI defendiese el mantenimiento de altos tipos de interés y la dependencia del valor de las monedas asiáticas respecto al dólar para dar confianza a los inversores colectivos y particulares del extranjero²¹. Ya en 1999, sin embargo, los países asiáticos se recuperaron, y sorprendentemente fueron capaces de acumular millones de dólares en ahorro, dinero que acabó invirtiéndose en deuda estadounidense, contribuyendo al endeudamiento de Estados Unidos respecto a estos países²².

Como podemos ver en el gráfico 1 siguiente, los países en vía de desarrollo, entre los que se encuentran los países asiáticos, se dedicaron a acumular reservas monetarias durante el periodo comprendido entre 1974 y 2008, mientras que los países industrializados no consiguieron obtener la misma cantidad de reservas. Así, cuando la crisis estalló, países asiáticos como China, se convirtieron en los principales acreedores de países como Estados Unidos.

²¹ *Id.*

²² The Guardian (2011). *US Debt: The American Economy in Crisis*. Guardian Books.

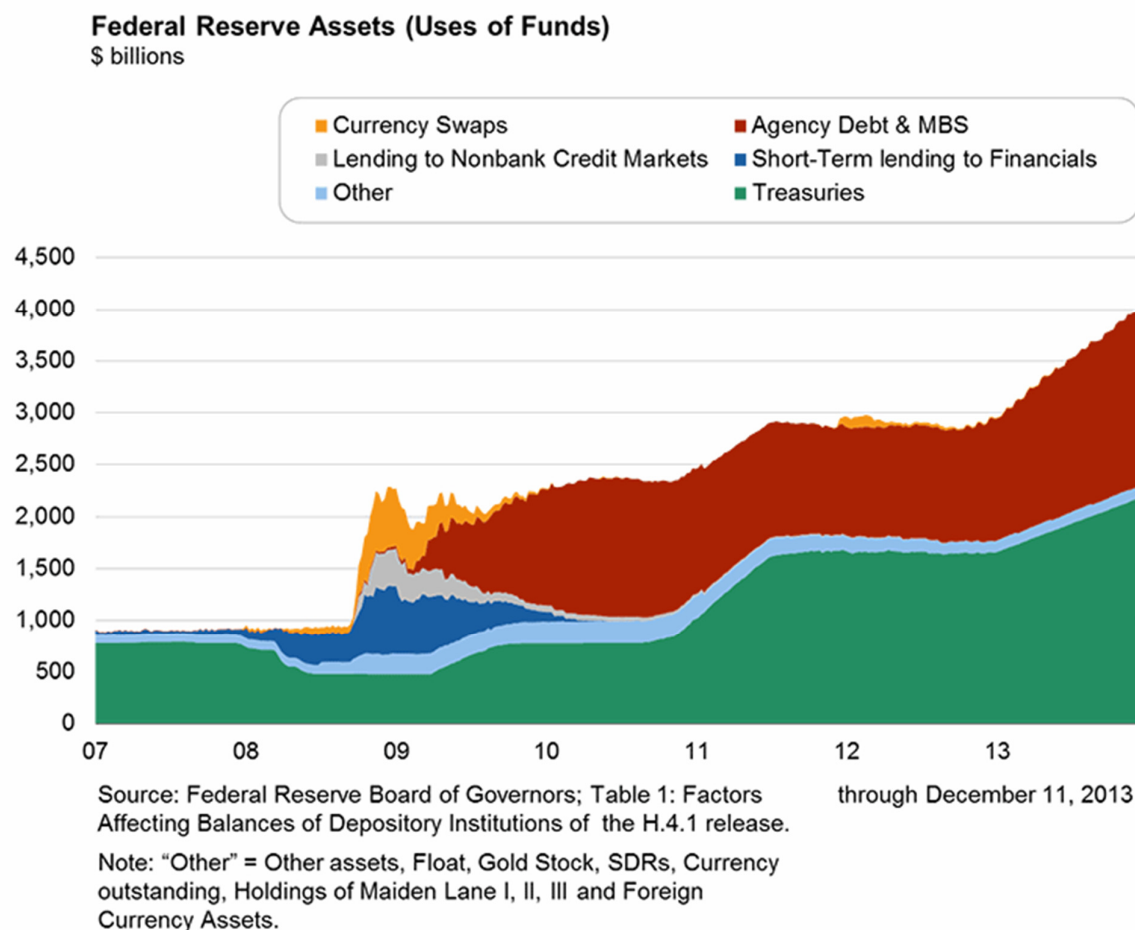
Gráfico 1. Reservas de Divisas de los Países Industrializados vs. Países en Vías de Desarrollo



Fuente: Dr. Ed Yardeni

De la misma forma, en el gráfico 2 podemos visualizar dónde depositó el dinero la Reserva Federal de Estados Unidos, y el nivel de endeudamiento nacional respecto a terceros países como China para contrarrestar los efectos de la crisis financiera global de 2008. Recordemos que desde finales de 2008 hasta finales de 2009, el gobierno estadounidense tuvo, por ejemplo, que conceder préstamos a instituciones financieras y entidades bancarias que entraron en bancarrota, de manera que el sistema financiero se mantuviese estable y no se crease una mayor inestabilidad en los mercados de valores. Por último, podemos contemplar cómo desde el 2009 hasta el 2011 se triplicó la deuda del país a consecuencia de la crisis financiera, incrementándose los préstamos otorgados a las propias entidades financieras.

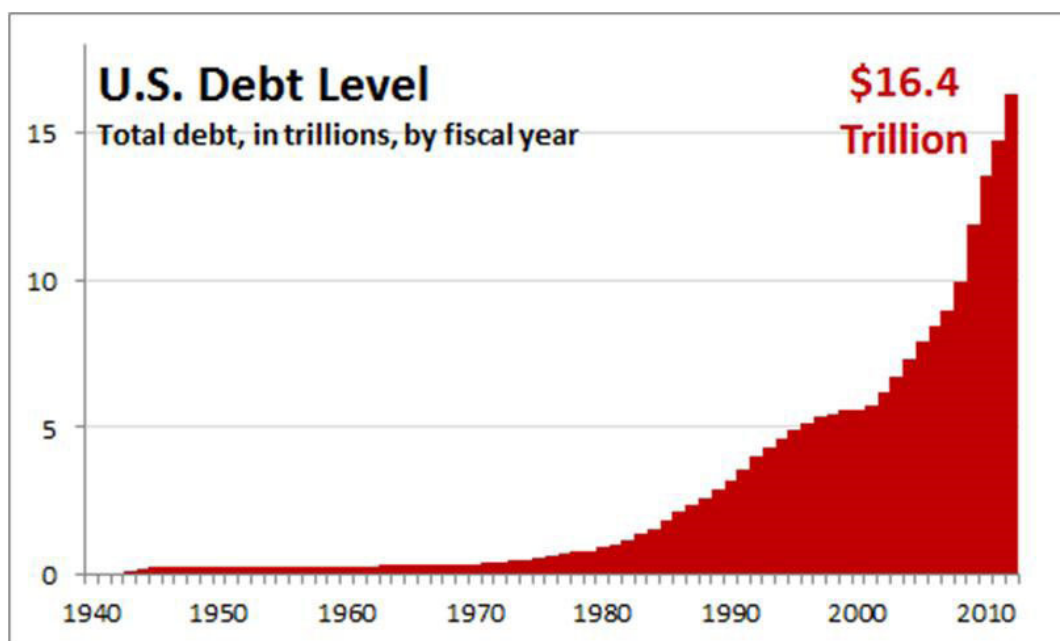
Gráfico 2. Activos de la Reserva Federal en Miles de Millones de Dólares



Fuente: Consejo de Gobierno de la Reserva Federal

Por último, el tercer gráfico muestra el endeudamiento del gobierno estadounidense hasta el 2010, el cual asciende a 16,4 billones de dólares.

Gráfico 3. Nivel de Deuda de los Estados Unidos (1940-2010)



Fuente: Obamanomics en Forbes

1.2 La Desregulación del Sector Financiero a Finales del Siglo XX

Desde un punto de vista regulador, uno de los factores que contribuyeron a la actual crisis financiera fue que debido a la dura competencia entre los mercados financieros de Londres y Nueva York, los legisladores decidieron relajar sus regulaciones, algo denominado como la “carrera de mínimos” (*race to the bottom*)²³. Asimismo, la ausencia de buenas prácticas financieras y una gestión descontrolada e irresponsable por parte de los mayores participantes del sistema tampoco ayudaron en nada.²⁴

En la década de los 80's, Londres trató de recuperar su estatus como centro financiero mundial perdido ante el crecimiento de la plaza de Nueva York. Para estos efectos, el gobierno de Margaret Thatcher comenzó a desregular su sector bancario y así lograr que las firmas financieras inglesas lograsen competir con las firmas extranjeras. Al mismo tiempo, Estados Unidos respondió suavizando su regulación

²³ Wall of Controversy (2012, 08 de octubre). *William Black on the Deregulated Race To Financial Ruin*. Descargado de <http://wallofcontroversy.wordpress.com/2012/10/08/william-black-on-the-deregulated-race-to-financial-ruin/>.

²⁴ *Id.*

financiera en los 90's, revocando entre otras la Ley *Glass-Steagall*²⁵; ley aprobada como consecuencia de la Gran Depresión que controlaba las operaciones de valores y las inversiones por parte de los bancos²⁶. Como veremos a continuación, gracias a esta “carrera de mínimos”, las instituciones financieras lograron aprovecharse de las lagunas del sistema normativo y acumularon grandes cantidades de riesgo económico, sobre todo ligados a bienes raíces residenciales, con poco o ningún capital subyacente, que desencadenó en la crisis financiera de 2007²⁷.

La desregulación del mercado bancario y en concreto, la derogación de la mayoría de las protecciones financieras, por ejemplo, de la mencionada Ley *Glass-Steagall*, resultaron factores determinantes para entender por qué estalló la crisis del 2008 en Estados Unidos²⁸. La Ley *Glass-Steagall* separaba las actividades de los bancos comerciales que recibían depósitos con la de los bancos de inversiones que invertían dinero, y prohibía que los bancos comerciales realicen las actividades de los bancos de inversión. Sin embargo, a partir de 1999, quedaron derogados los artículos más importantes y controvertidos de esta ley: los artículos 16, 20, 31 y 32, los cuales impedían que muchas o la mayoría de las entidades de depósito nacionales llevasen a cabo operaciones de valores para sus clientes, que invirtiesen en la mayoría de los valores propios, suscribiesen o distribuyesen la mayoría de valores o se afiliaran a las empresas que participaban en este tipo de actividades similares. Esta ley quedó derogada por la Ley *Gramm-Leach-Bliley*²⁹. Sin embargo, ya en 1998 la Ley *Glass-Steagall* se encontraba en total desuso porque los bancos comerciales ya habían comenzado a trabajar y mezclarse con los bancos de inversión. Un claro ejemplo fue el caso de *Citibank*, que en esa época ya negociaba instrumentos como los títulos de deudas hipotecarias garantizadas o colateralizadas³⁰.

Lo cierto es que ha habido muchos debates sobre el impacto de dicha

²⁵ Weissman, R. (2009, 22 de noviembre). 10 Años Después del Fin de la Ley Glass-Steagall. Desregulación Maníaca. Descargado de <http://www.sinpermiso.info/textos/index.php?id=2917>.

²⁶ *Id.*

²⁷ Allison, J. (2012, 10 de diciembre). The Financial Crisis and the Bank Deregulation Myth. The Cato Institute. Descargado de <http://www.cato.org/publications/commentary/financial-crisis-bank-deregulation-myth>.

²⁸ Rickards, J. (2012, 27 de Agosto). Repeal of Glass-Steagall Caused the Financial Crisis. *The U.S. News*. Descargado de <http://www.usnews.com/opinion/blogs/economic-intelligence/2012/08/27/repeal-of-glass-steagall-caused-the-financial-crisis>.

²⁹ Véase el texto completo de la Ley *Gramm-Leach-Bliley* en <https://www.sec.gov/about/laws/glba.pdf>.

³⁰ Crawford, C. (2011). *The Repeal of the Glass-Steagall Act And The Current Financial Crisis*. Journal of Business & Economics Research. Descargado de <http://www.unarts.org/H-II/ref/949-3747-1-PB-1.pdf>.

derogación y las prácticas bancarias que surgieron a raíz de la misma. Algunos expertos opinan que esta derogación permitió que las empresas de banca de inversión que participaban en Wall Street jugasen con el dinero de los depositantes en bancos comerciales afiliados³¹. Otros expertos, por su parte, han argumentado que esto no es del todo cierto porque las actividades relacionadas con la crisis financiera no estaban prohibidas o, en la mayoría de los casos, incluso reguladas por la Ley *Glass-Steagall*³². A principios de 2008, el propio ex-presidente estadounidense Bill Clinton y la Asociación de Banqueros Americanos se mostraron contrarios a las críticas de la desregulación y destacaron la capacidad de las empresas de banca comercial para adquirir sociedades de valores; y de las sociedades de valores para convertirse en holdings bancarios, lo que, según el ex-presidente, fueron operaciones que ayudaron a mitigar la crisis financiera³³.

En Estados Unidos, un país eminentemente capitalista, muchos de los intentos de regulación de los mercados financieros y de inversión fueron tachados de socialistas, siendo ampliamente criticados³⁴. Sin embargo, cuando la crisis estalló, tanto los partidos demócratas como republicanos no encontraron una forma diferente de detener la caída de sus principales entidades bancarias y la desconfianza en los mercados de valores. Lo cierto es que aún, hoy en día, se sigue buscando a los culpables de tan grave crisis financiera para asumir la responsabilidad inmediata. Sin embargo, el tiempo y un estudio pormenorizado de los acontecimientos que dieron lugar hasta nuestros días, reflejan que si bien podemos encontrar responsabilidades personales y malas praxis en la gestión de determinados bancos y gestores, lo cierto es que fue el sistema financiero en su conjunto el que falló³⁵. Quizás, en este sentido, debemos resaltar el hecho de que también se cometió el grave error de cimentar la economía de las principales potencias del mundo en la volatilidad de mercados de

³¹ Weissman, R. (2009, 19 de noviembre). Reflections on Glass-Steagall and Maniacal Deregulation. *Common Dreams*. Descargado de <http://www.commondreams.org/views/2009/11/12/reflections-glass-steagall-and-maniacal-deregulation>.

³² *Id.*

³³ Newsmax (2008, 01 de octubre). *Clinton: Deregulation Not to Blame for Crisis*. Descargado de <http://www.moneynews.com/StreetTalk/deregulation/2008/10/01/id/325666>.

³⁴ White, L. (2015, 28 de junio). The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999: A Bridge Too Far? Or Not Far Enough? Descargado de http://web-docs.stern.nyu.edu/old_web/economics/docs/workingpapers/2010/White_The%20Gramm-Leach-Bliley%20Act%20of%201999.pdf.

³⁵ The Economist (2013, 7 de septiembre). *The origins of the financial crisis, Crash course*. Descargado de <http://www.economist.com/news/schoolsbrief/21584534-effects-financial-crisis-are-still-being-felt-five-years-article>.

valores y en la voracidad especulativa de los agentes que intermediaban en los mismos.

1.3 La Burbuja Tecnológica: El Inicio de la Crisis Financiera Global

A menudo se apunta que la crisis financiera de los Estados Unidos se debió principalmente al colapso de la burbuja inmobiliaria³⁶. Sin embargo, si hubiera que buscar un punto de partida a esta última recesión, sin duda la más grave de la historia moderna, más bien la encontraríamos en el desmoronamiento de lo que se conoció como la burbuja tecnológica³⁷. La burbuja tecnológica aconteció durante el periodo comprendido entre 1997 y 2000, durante el cual se produjo un fuerte crecimiento de los valores económicos de las empresas "punto-com", es decir, de aquellas empresas relacionadas con Internet. Este crecimiento, al no ser sostenido, llevó a la quiebra a una gran cantidad de empresas. Lo cierto es que con la aparición de las nuevas tecnologías a finales del siglo XX y la incursión del fenómeno de "internet" en todos los hogares del mundo, fueron muchos los que vieron en ese nuevo horizonte la posibilidad de hacer dinero. Fue entonces cuando se crearon enormes corporaciones que vieron multiplicados sus beneficios de manera exponencial³⁸. Esto dio lugar a la globalización tecnológica, que como veremos más adelante, no supo ni pudo ser controlada desde el punto de vista jurídico³⁹.

Concretamente, en 1997 muchas bolsas empezaron a crecer, siendo muchos los inversores que se interesaron en la adquisición de acciones en estas nuevas empresas, generándose una euforia para subirse a la "Nueva Economía" según el término acuñado por Brian Arthur⁴⁰, refiriéndose a la economía digital, es decir, a las empresas "punto-com". Puede indicarse que una de las causas principales en el desarrollo de la burbuja tecnológica fue la aparición, desde los 80's hasta principio de

³⁶ La Crisis (2009, julio). Crisis Financiera Mundial 2009. geocrisisemergentes.blogspot.com. Descargado de <http://geocrisisemergentes.blogspot.com/2009/07/la-crisis.html>.

³⁷ Business Insider (2010, 15 de diciembre). *Here's Why the Dot Com Bubble Began and Why it Popped*. Descargado de <http://www.businessinsider.com/heres-why-the-dot-com-bubble-began-and-why-it-popped-2010-12>.

³⁸ *Id.*

³⁹ *Id.*

⁴⁰ Castilla A. (2003, 21 de septiembre). Auge y Caída de la Nueva Economía. *Tendencias 21*. Descargado de http://www.tendencias21.net/Auge-y-caida-de-la-Nueva-Economia_a218.html.

los 90's, de empresas que alcanzaron un notable éxito, tales como Apple, Microsoft y Yahoo!.

El problema radicó en que las empresas “punto-com” conseguían cuotas de mercado (*market share*) gracias al aprovechamiento de Internet, aunque inicialmente estas entidades no generasen beneficio alguno. Estas empresas crecían rápidamente con la única esperanza de ser los siguientes Apple o Microsoft, y de esta manera hacer frente a sus gastos así como a conseguir beneficios de sus servicios. Asimismo, estas empresas también usaban capital de riesgo y ofertas públicas de acciones para financiarse⁴¹. Con todo ello, el precio de sus acciones subió hasta alcanzar records en el índice NASDAQ⁴², convirtiendo a los administradores y creadores de dichas empresas en personas muy ricas, al menos sobre el papel.

Lo que nadie contaba es que a principios del 2000 se produjo un incremento paulatino de los tipos de interés provocando una disminución de las inversiones en acciones de las empresas “punto-com”. Por ello, los inversores procedieron a vender masivamente sus tenencias, provocando una reacción en cadena que terminó en el desplome del precio de dichas acciones. Todo ello conllevó al cierre de las empresas “punto-com”. En total se generó 5 billones de dólares en pérdidas de valor de las empresas tecnológicas, desde Marzo de 2000 a Octubre de 2002.

En definitiva, tras la globalización de los mercados de valores y el acceso a internet por parte de “todos”, los inversores de todo el mundo decidieron unirse y formar parte de un grupo de nuevos inversores internacionales que ansiaban subirse al carro especulativo, invirtiendo masivamente su dinero y obteniendo a su vez pingües beneficios⁴³. En Estados Unidos, todo esto funcionó hasta que dicha burbuja tecnológica explotó. Y fue entonces cuando los inversores huyeron de esas empresas y fueron en busca de nuevos horizontes y nuevos activos donde invertir su dinero. Ya en la última década, toda esta inestabilidad tuvo su reflejo, como es lógico, en los principales mercados de valores, en el mundo de las inversiones y de la banca, y en general en todo el sistema financiero. Así, cuando el inversor se vio forzado a cerrar su posiciones en los activos tecnológicos, éste corrió en busca de valores donde

⁴¹ De esta manera, estas empresas estaban demasiado apalancadas.

⁴² El índice máximo alcanzado en NASDAQ fue de 5132 puntos, en marzo de 2000. A partir de ahí, los precios de estas acciones cayeron, provocando el cierre de muchas de estas empresas.

⁴³ Aparicio, L. (2003, 23 de febrero). Lo que la Burbuja Tecnológica se Llevó. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/2003/02/23/negocio/1046007681_850215.html.

refugiarse, como por ejemplo, en el mercado de materias primas o el mercado inmobiliario, siendo este último sobre el que se creó una nueva burbuja.

Por último cabe destacar que los acontecimientos que generaron la burbuja tecnológica se produjeron en los primeros años del siglo XXI, años marcados además por una gran inestabilidad geopolítica, motivada por la entrada en escena de una nueva forma de terrorismo internacional que tuvo su máxima expresión en el atentado a las torres gemelas de Nueva York el 11 de Septiembre de 2001⁴⁴.

1.4 El Círculo Vicioso de la Inversión Inmobiliaria

Numerosos expertos indican que la más reciente crisis financiera global fue auspiciada y alimentada por la banca estadounidense que se lanzó, aprovechando la escasa regulación y supervisión, a facilitar créditos de alto riesgo para la adquisición de viviendas; aceptando a cualquier comprador, que en la mayoría de los casos accedían a una vivienda que estaba por encima de sus posibilidades, y cuyo precio era superior al precio real de la vivienda⁴⁵. En Estados Unidos se aprovechó la reducción de restricciones en el mercado de crédito, conocido como lo que se señaló anteriormente una “carrera de mínimos”⁴⁶, especialmente en el ámbito de la banca privada, que relajó sus requisitos para la financiación de créditos hipotecarios⁴⁷. Sin embargo, no fue sino a partir de mediados de julio 2007, que las economías de las principales potencias del mundo empezaron a experimentar los síntomas propios de una crisis financiera global cuyos efectos no se verían por completo sino hasta un año más tarde.

Cabe indicar que, previa a la crisis, en las economías de España y Estados Unidos, se sucedían cuatro ciclos distintivos: ciclo inmobiliario expansivo; ciclo de ganancias notables en los mercados de valores primarios y secundarios; ciclo expansivo de la demanda; y ciclo expansivo de la producción empresarial. Todo esto funcionó hasta el estallido de la burbuja inmobiliaria. De esta manera, tras el estallido

⁴⁴ Amadeo, K. (2015, 26 de Agosto). How the 9/11 Attacks Still Affect the Economy Today. *Aboutnews*. Descargado de <http://useconomy.about.com/od/Finacial-Crisis/f/911-Attacks-Economic-Impact.htm>.

⁴⁵ Financial Crisis Inquiry Commission. *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial Economic Crisis in the United States*. Public Affairs. pp. 233-292.

⁴⁶ Véase supra nota 23.

⁴⁷ *Id.*

de la crisis, muchos se preguntaron qué papel jugaron los bancos en todo esto. Si analizamos en perspectiva la realidad que se vivió dentro del sector bancario respecto de la existencia de los sistemas de incentivos exagerados, la inadecuada gestión del riesgo y la pasividad de los entes reguladores que se vieron presionados por los grupos de presión de dichas entidades bancarias y financieras, podría decirse que los bancos tuvieron mucha responsabilidad, y más aun teniendo en cuenta la ausencia de solvencia de los deudores de créditos inmobiliarios, lo cual se analizará a continuación.

1.4.1 La Crisis *Subprime*

El estallido de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos puede ser considerado definitivamente como un factor principal desencadenante de la crisis financiera global. Antes de dicho estallido, la práctica común de los bancos era la de prestar dinero a personas que no tenían buen historial de crédito, inclusive a personas que no tenían ningún tipo de ingresos fijos. Dado el exceso de liquidez en el mercado, la demanda inmobiliaria aumentó hasta el punto de generar distorsiones. Los prestamistas hipotecarios llevaron a cabo una voraz competencia por acaparar mayor mercado y mayores beneficios. A fin de sostener dichos volúmenes de venta y ganancias, los prestamistas suavizaron los estándares de evaluación de riesgo de clientes. De esta manera crearon numerosas hipotecas de mayor riesgo para clientes con menor capacidad crediticia.

Así fue como se crearon los conocidos “créditos *subprime*”⁴⁸. Estos créditos eran fácilmente accesibles aunque con un tipo de interés más elevado que el resto de créditos de carácter personal, en principio para cubrir el mayor riesgo que comportaban, lo cual, en los primeros años de vida de los mismos, conllevaba importantes beneficios para los bancos. Como resultado, se produjo una mayor demanda en la adquisición de viviendas, haciendo que el precio de las mismas aumentase considerablemente. Así, el inversor medio veía como el valor de mercado de las viviendas no paraba de subir y se lanzaba incluso a invertir él mismo y comprar

⁴⁸ USA Today (2013, 09 de septiembre). *Timeline: Key Events in the Financial Crisis*. Descargado de <http://www.usatoday.com/story/money/business/2013/09/08/chronology-2008-financial-crisis-lehman/2779515/>.

de manera especulativa⁴⁹.

Como era de esperar, no tardaron demasiado tiempo en aparecer los primeros impagos, provocando un aumento del stock de viviendas e hipotecas en el balance de los bancos, y esto a su vez, hacía que los bancos se viesen obligados a cerrar el grifo crediticio y a intentar vender, en la medida de lo posible, esos activos a través de cédulas hipotecarias que el inversor compraría bien directamente, basándose en la concepción errónea de que el negocio inmobiliario nunca dejaría de subir, o bien de manera subordinada a través de la inclusión de dichos activos en Fondos de Inversión de las principales gestoras y bancos del mundo⁵⁰. Y de esta manera, estos productos de inversión “tóxicos” se fueron extendiendo más allá de las fronteras de Estados Unidos para instalarse en las economías de todas las naciones⁵¹.

Esto no fue todo. Dado que no existían suficientes prestatarios *subprime*, la industria de Wall Street llevó a cabo acuerdos financieros denominados “Valores Respaldados con Hipotecas” (*Mortgage Backed Securities* o MBS por sus siglas en inglés) y “Obligaciones de Deudas Colaterales” (*Collateralized Debt Obligations* o CDOs por sus siglas en inglés), ambos íntimamente relacionados con el cumplimiento de los pagos hipotecarios y los precios de los bienes inmobiliarios. Estos instrumentos financieros fueron utilizados masiva e indiscriminadamente para que el mercado hipotecario *subprime* siguiese funcionando. De esta manera se creó un círculo vicioso dado que los MBS y los CDOs estaban mal estructurados.

1.4.2 El Uso de Instrumentos Financieros Tóxicos

Los CDOs estaban compuestos por los tramos más riesgosos de las hipotecas *subprime*. Los instrumentos financieros que en última instancia se encontraban respaldados por las hipotecas *subprime* tenían una alta probabilidad de incumplimiento en el pago. Estos bonos tenían las siguientes características:

- (i) Los préstamos subyacentes se concentraban mayoritariamente en los *sand*

⁴⁹ Arellano, M. y Bentolila, S. (2009, 15 de enero). *La Burbuja Inmobiliaria: Causas y Responsables*. Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI). Descargado de <http://www.cemfi.es/~arellano/burbuja-inmobiliaria.pdf>, p. 2.

⁵⁰ Thomas, B. et al (2011, 27 de enero). What Caused the Financial Crisis? *The Wall Street Journal*. Descargado de <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704698004576104500524998280.html>.

⁵¹ *Id.*

states o “estados de arena”⁵²;

- (ii) Los préstamos eran emitidos por empresas financieras de dudosa reputación; y,
- (iii) En su conjunto, los préstamos no tenían suficiente documentación para probarlos.

Como resultado, la burbuja inmobiliaria estalló, y los prestatarios comenzaron a incumplir sus pagos de manera masiva, al mismo tiempo que los precios de las viviendas bajaban y los bancos se veían forzados a iniciar procesos legales de ejecución de hipotecas. Fue entonces cuando el mercado financiero se derrumbó y la recesión, que hasta el día de hoy se vive en muchos países, comenzó.

1.4.3 El Problema de la Calificación del Crédito

Uno de los mayores responsables que participó en el colapso inmobiliario en el contexto estadounidense fueron las agencias de calificación de crédito⁵³. Estas agencias, de las cuales posteriormente se tratará con mayor detalle, hicieron mal uso de las “notas de crédito FICO”⁵⁴. La calificación FICO (o notas de crédito FICO) es la más conocida calificación de crédito de las personas naturales en Estados Unidos, la cual es calculada con un programa electrónico de la empresa *Fair Isaac Corporation* (FICO). Lo que ocurrió exactamente fue que en vez de otorgar notas de crédito FICO de manera individual a cada uno de los prestatarios inmobiliarios, estas agencias otorgaron notas de crédito FICO promedio de todos ellos. Como resultado, los precios de los instrumentos financieros antes mencionados estuvieron mal evaluados y determinados. En este sentido, los CDOs constituidos por deudas hipotecarias cuyas calificaciones se encontraban promediadas⁵⁵, tenían una “mejor imagen” para su

⁵² Federal Deposit Insurance Corporation (2009, 27 de abril). *The 2009 Economic Landscape – The Sand States: Anatomy of a Perfect Housing-Market Storm*. Descargado de http://www.fdic.gov/bank/analytical/quarterly/2009_vol3_1/AnatomyPerfectHousing.html. Se menciona que Arizona, California, Florida y Nevada son considerados “estados de arena” porque tienen ciclos de viviendas similares así como abundantes playas o desiertos.

⁵³ Universidad de Pennsylvania (2009, 16 de diciembre) *¿Quiénes son los Responsables de la Crisis Financiera?* Descargado de <https://www.knowledgeatwharton.com/es/article/quienes-son-los-responsables-de-la-crisis-financiera/>.

⁵⁴ Henderson, P. (2007, 10 de mayo). Credit-score Panacea Failed to Stop US Mortgage Crisis. *Reuters*. Descargado de <http://www.reuters.com/article/2007/05/10/us-usa-subprime-scores-idUSN0231191820070510>

⁵⁵ Para los efectos, se promediaban las calificaciones muy bajas con las calificaciones muy altas.

venta por parte de los bancos de inversión⁵⁶. Por lo que, estas agencias sorprendentemente calificaron el 80% de CDOs con notas muy altas AAA, AA o A, cuando dichos CDOs estaban compuestos por bonos que apenas tenían una calificación BBB⁵⁷.

Por otro lado, la competición de las diferentes agencias de calificación para llevar a cabo la evaluación particular de valores MBS y CDOs emitidos por bancos de inversiones contribuyó al empeoramiento de los estándares de calificación. Peor aún, era conocido por los participantes del sistema financiero el conflicto de intereses que estas agencias tenían con los bancos de inversión, pues estos últimos eran quienes crearon y negociaron los valores en el mercado y pagaban a dichas agencias para que estos valores fuesen apetecibles para los inversores⁵⁸.

1.4.4 Otros Participantes de la Burbuja Inmobiliaria

Otro tipo de instituciones que ayudaron a la existencia de la crisis fueron los bancos de inversión y las agencias de seguro. Los bancos de inversión, por ejemplo, usaron masivamente los denominados Swaps de Incumplimiento Crediticio (*Credit Default Swaps* o CDS en inglés)⁵⁹. Básicamente, este sistema se creó para que los bancos de inversión se cubran del riesgo de incumplimiento por parte de los clientes, transfiriendo la responsabilidad de pérdidas futuras de los instrumentos hipotecarios *subprime* a las compañías aseguradoras. Sin embargo, los bancos de inversión menospreciaron el riesgo de que los precios de los bienes inmobiliarios cayesen todos al mismo tiempo. Cuando efectivamente todo el sistema colapsó, las aseguradoras no fueron capaces de cumplir con las indemnizaciones a las que estaban contractualmente obligadas a pagar. Este fue el caso de la aseguradora *American International Group* (AIG por sus siglas en inglés), que se vio forzada a reconocer que no podría cumplir con la cobertura de seguro cuando el sistema financiero se

⁵⁶ Lewis, M. (W. W. Norton & Company) (2010). *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*. pp. 99-101.

⁵⁷ *Id.*

⁵⁸ Greycourt & Co. (2008). *The Financial Crisis and the Collapse of Ethical Behavior*. White Paper No. 44. p. 2. Descargado de <http://www.greycourt.com/whitepapers/WhitePaper044-FinancialCrisis.pdf>.

⁵⁹ Amadeo, K. (2015, 15 de abril). Credit Default Swaps. *Aboutnews*. Descargado de http://useconomy.about.com/od/glossary/g/default_swap.htm.

derrumbó en su totalidad⁶⁰.

Cuando finalmente esos créditos *subprime* no pudieron pagarse, los compradores, tanto institucionales como particulares, así como los bancos prestadores, agencias de calificación, compañías de seguros, y el mercado en general sufrieron enormes pérdidas, dando lugar a la conocida como “crisis *subprime*”. Desde este momento, el sistema financiero comenzaría una caída en picado que se vería en última instancia reflejada en la mayoría de bolsas de valores de todos los países del mundo. Y de ahí que los principales países tuviesen que ponerse manos a la obra para frenar el descalabro de sus economías llevando a cabo una serie de reformas legislativas en las que los gobiernos tuvieron una ardua labor. Las principales reformas tuvieron lugar en los sistemas bancarios, de valores y financieros.

Por último, tampoco podemos descartar que la Reserva Federal jugase un papel fundamental en esta burbuja inmobiliaria, dado que su política económica y financiera de mantener los tipos de interés demasiado bajos durante un período prolongado de tiempo permitió a los consumidores—inclusive a aquellos que no tenían capacidad de pago—pedir prestado grandes cantidades de dinero a bajos costos⁶¹. Ante el aumento de la demanda, los precios de viviendas aumentaron sin control. De acuerdo a los datos estadísticos oficiales, en Estados Unidos—entre 1996 a 2009—los precios reales de la vivienda crecieron en un 92%, es decir, más del triple⁶².

1.5 El Colapso de las Principales Entidades Financieras y la Crisis de Confianza de los Inversores en Estados Unidos

A consecuencia de la crisis, muchas de las entidades financieras estadounidenses desaparecieron o tuvieron que reestructurarse⁶³. Esto causó una profunda falta de liquidez en los mercados, a pesar de las numerosas inyecciones de capital que los

⁶⁰ Davidson, A. (2008, 19 de septiembre). The Big Money: How AIG Fell Apart. *Reuters*. Descargado de <http://www.reuters.com/article/2008/09/19/us-how-aig-fell-apart-idUSMAR85972720080919>.

⁶¹ Board of Governors of the Federal Reserve System (2015, 27 de agosto). *Why Are Interest Rates Being Kept at Low Level?* Descargado de http://www.federalreserve.gov/faqs/money_12849.htm.

⁶² Loungani, P. (2010). Housing Prices: More Room to Fall?, en *Finance and Development*, Marzo 2010. p 17. Descargado de <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/03/pdf/loungani.pdf>.

⁶³ Véase supra nota 3.

Bancos Centrales de todo el mundo efectuaron. Indirectamente esta situación afectó tanto a los consumidores individuales como a pequeñas, medianas y grandes empresas. Inclusive, los principales grandes bancos de inversiones vieron reducidas sus ganancias y se vieron obligados a solicitar su quiebra y posterior liquidación⁶⁴.

Este fue, por ejemplo, el caso de *Goldman Sachs*, uno de los grupos de banca de inversión y valores más grande del mundo. *Goldman Sachs*, fundado en 1869, se vio forzado a elegir entre declararse en bancarrota o pedir autorización al gobierno de los Estados Unidos para retirarse y dejar de ser un banco de inversión y convertirse en un banco comercial internacional⁶⁵. Afortunadamente para *Goldman Sachs*, la Reserva Federal de los Estados Unidos (*Federal Reserve System* o FED por sus siglas en inglés) autorizó dicho cambio, logrando con ello evitar lo que hubiese sido una catastrófica consecuencia para la empresa y sus consumidores⁶⁶.

No tuvieron la misma suerte otras entidades de reconocido prestigio internacional, como *Bear Stearns* o *Lehman Brothers*, que tuvieron que declararse en bancarrota, o *Merrill Lynch* que vio devaluada su valoración hasta que finalmente fue adquirida por *Bank of America*⁶⁷. Además de los casos como el de *Goldman Sachs*, la caída en picado y sin control aparente de los valores bursátiles y la enorme crisis hipotecaria que se iniciara en 2008 generaron una verdadera crisis de confianza entre los inversores, que afectó de manera substancial al crecimiento económico internacional.

En la actualidad, los inversores aún no han vuelto a recuperar la confianza en el sistema financiero. A menudo argumentan no saber dónde depositar sus ahorros, y de ahí que los gobiernos estén trabajando incesantemente para producir reglas de control y protección financiera de los consumidores.

Lo cierto es que, la crisis financiera acabó arrasando con un sistema capitalista que no actuó de manera responsable, y que no se ajustó a las normas económicas

⁶⁴ Salas, C. (2013, 14 de septiembre). Cinco Años del Estallido de la Crisis: ¿Cuál fue el Origen? ¿Por qué Lehman Desató el Caos? ¿Cómo llegó a España? *lainformacion.com*. Descargado de http://noticias.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/mercados-y-bolsas/cinco-anos-del-estallido-de-la-crisis-cual-fue-el-origen-por-que-lehman-desato-el-caos-como-llego-a-espana_x26uwJsQkUOf5YfxCNID1/.

⁶⁵ Economic Policy Journal (2010, 15 de diciembre). *Totally Busted: The Truth About Goldman's Bailout by the FED*. Descargado de <http://www.economicpolicyjournal.com/2010/12/totally-busted-truth-about-goldmans.html>.

⁶⁶ *Id.*

⁶⁷ Bank of America (2015). *Bank of America Completes Merrill Lynch Purchase*. Descargado de <http://investor.bankofamerica.com/phoenix.zhtml?c=71595&p=irol-newsArticle&ID=1240029&highlight=#fbid=zNnisK3SFvj>.

de mercado que tanto defiende y de las cuales ahora tanto se debaten⁶⁸. A consecuencia de esta crisis financiera, encontramos, por ejemplo, millones de familias que han visto reducidas en más del cincuenta por ciento los valores de sus hogares y se han visto forzadas a negociar una refinanciación de sus préstamos hipotecarios, o en el peor de los casos, se han visto forzadas a solicitar de manera voluntaria una ejecución de sus hipotecas para evitar unas mayores consecuencias⁶⁹. Inclusive estas familias perdieron la mayoría de sus ahorros en los mercados de valores sin demasiada esperanza de recuperarlos en un corto espacio de tiempo. Toda esta situación ha hecho que los gobiernos controlen mucho más de cerca la supervisión de las entidades de crédito y de las instituciones financieras, y que aprueben nuevas leyes de protección del consumidor financiero, así como reglas de control de los mercados de valores y de los operadores que trabajan en ellos.

En este sentido, las leyes de supervisión bancaria y la normativa antifraude aprobadas por el gobierno de los Estados Unidos entre 2002 y 2012 reflejan las preocupaciones de los inversores y consumidores que vieron reducidos sus patrimonios y perdieron por completo la confianza en el actual sistema financiero. Por su parte, el sector privado ha acogido estas reglas de mayor control y se ha comprometido también a ejercer una mayor diligencia en cuanto a la distribución de créditos y activos⁷⁰.

⁶⁸ Seminari D'Economia Crítica Taifa (2015, 27 de agosto). *De la Crisis Financiera a la Crisis Económica. La Complejidad de la Crisis y sus Consecuencias*. Descargado de <http://informes.seminaritaifa.org/de-la-crisis-financiera-a-la-crisis-economica-la-complejidad-de-la-crisis-y-sus-consecuencias/>.

⁶⁹ Brennan, M. (2012, 01 de diciembre). The Foreclosure Crisis Isn't Just Over Yet. *Forbes*. Descargado de <http://www.forbes.com/sites/morganbrennan/2012/12/01/the-foreclosure-crisis-isnt-over-just-yet/>.

⁷⁰ Field, A. (2011, 11 de enero). Who's to Blame for the Mortgage Mess? Banks, Not Homeowners. *Daily Finance*. Descargado de <http://www.dailyfinance.com/2011/01/20/whos-to-blame-for-the-mortgage-mess-banks-not-homeowners/>.

2. Análisis de la Crisis Financiera de 2008 en Estados Unidos

2.1 Introducción

En este capítulo analizaremos la crisis financiera originada en los Estados Unidos que tuvo repercusión en la mayoría de países europeos incluyendo España. Analizaremos, en primer lugar, los principales factores que la causaron así como cada uno de los sectores que fueron afectados por ella. Concretamente, abordaremos los efectos de la crisis financiera en la industria bancaria y la regulación de dicha industria antes y después de la crisis. Todo ello resultará determinante para entender, por ejemplo, porqué se derrumbaron las grandes entidades bancarias en los Estados Unidos, a pesar de que se llevaron a cabo innumerables estrategias y múltiples rescates financieros⁷¹.

Además, describiremos las principales reformas financieras que afectaron al sector bancario y las alternativas discutidas para la prevención de riesgo sistémico en caso de que una crisis volviese a surgir. Por último, explicaremos la importancia de la inclusión de la protección del consumidor financiero como sujeto central en la reforma normativa en los Estados Unidos.

El objetivo principal es destacar la necesidad de una regulación más estricta y uniforme de las instituciones financieras que proteja a los consumidores, como parte más vulnerable en la relación de consumo, a fin de evitar la pérdida de sus ahorros e inversiones, de modo que se sientan respaldados.

2.2 ¿Quiénes Fueron los Responsables de la Crisis Financiera de Estados Unidos?

Han sido muchos los debates e intentos para encontrar a los responsables de una crisis financiera de tan amplio alcance, y determinar quién o qué causó la crisis económica global, lo cual denota que no ha sido una tarea fácil. Además, no sería correcto atribuir responsabilidad a personas o instituciones específicas en el caso de

⁷¹ Amadeo, A. (2015, 8 de Agosto). 2008 Financial Crisis: Causes, Costs, and Could It Reoccur? *Aboutnews*. Descargado de <http://useconomy.about.com/od/criticalissues/f/What-Is-the-Global-Financial-Crisis-of-2008.htm>.

Estados Unidos porque lo cierto es que todo el sistema financiero resultó ser cómplice y víctima al mismo tiempo.

Sin perjuicio de lo anterior, podríamos destacar un conjunto de sospechosos:

- Del lado gubernamental, la lista de sospechosos incluye a los reguladores federales y estatales, a los organismos encargados del diseño y la aplicación de políticas macroeconómicas como la FED, y a los organismos encargados de la supervisión financiera como la Comisión de Valores e Intercambio (*Securities and Exchange Commission* o SEC por sus siglas en inglés). En el caso específico de la FED, se criticó su política monetaria por ser demasiado flexible⁷².
- De parte del sector privado, se culpó a las instituciones financieras que concedieron créditos *subprime*, a las agencias de calificación crediticia, y también a aquellos individuos que solicitaron dichos créditos sin tener capacidad de pagarlos⁷³; además de las empresas de inversión y a todos aquellos fondos privados y operadores del mercado financiero de Wall Street cuya avaricia les llevó a jugar sucio y no respetar las normativa aplicable, sino más bien buscar las lagunas legales sin importarles las repercusiones financieras⁷⁴. En este sentido, podemos decir que resultó obvio que las desmesuradas retribuciones de los codiciosos ejecutivos para mantener la burbuja especulativa de inversión sin ningún tipo de control, así como la falta de disciplina y seriedad que primó en el sector privado durante los años anteriores a la crisis fueron clave para que no se detectasen los graves incumplimientos que se estaban produciendo⁷⁵.

También jugó un papel importante el hecho de que las instituciones financieras se convirtieran en macro empresas cada vez más grandes que llevaron a cabo actividades cada vez más complejas y opacas, lo cual debilitó la gobernabilidad externa que opera a través de los mercados de capitales, así como el control corporativo de los órganos de gobierno⁷⁶.

⁷² *Id.*

⁷³ Time (2015, 27 de agosto). *25 People to Blame for the Financial Crisis*. Descargado de <http://content.time.com/time/specials/packages/completelist/0,29569,1877351,00.html>.

⁷⁴ The Economist (2008, 22 de septiembre). *Who's at Fault?* Descargado de http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2008/09/whos_at_fault.

⁷⁵ *Id.*

⁷⁶ Banco de España (2008, 30 de octubre). *Retos del Sistema Bancario Español Ante la Crisis Global*. Discurso del Gobernador Miguel Fernández Ordóñez en la Celebración del 50º Aniversario de ESADE.

Coincidiendo con esto, destaca el hecho de que los riesgos financieros de estas instituciones se concentraban cada vez más en las manos de unos pocos, siendo estos a su vez los encargados de la gestión del alto rendimiento de beneficios, lo que produjo que tuviesen incentivos para producir ganancias imaginarias a corto plazo inclusive a expensas de correr riesgos a largo plazo.⁷⁷

- A nivel internacional, podríamos apuntar a los desequilibrios globales de capital y a la falta de adecuadas estructuras reguladoras.

2.3 ¿Quiénes Resultaron Afectados por la Crisis Financiera en Estados Unidos?

Aunque parezca increíble, si miramos los datos económicos y analizamos las pérdidas y el nivel de endeudamiento, *a priori* el gobierno estadounidense resultó ser el principal perjudicado de toda esta crisis, debiendo rescatar a decenas de entidades financieras que quebraron, inyectando miles de millones de dólares a la industria bancaria⁷⁸, y endeudándose para mantener la estabilidad financiera nacional. Cabe indicar, sin embargo, que a pesar de todas las dificultades y como luego veremos, el gobierno de los Estados Unidos supo manejar esta crisis de manera eficiente y resolver los problemas de escasez de liquidez en un periodo de tiempo relativamente corto. Lo cierto es que, el gobierno estadounidense no solo fue capaz de sacar partido de los préstamos que concedió a las más grandes empresas en dificultades, sino que logró sanear las cuentas de las sociedades y bancos más influyentes del país, y aprovechó, además, la coyuntura para aprobar reformas financieras necesarias tanto en la Cámara de Representantes como en el Senado.

Por su parte, los mercados de valores sufrieron grandes caídas, las cuales provocaron pérdidas significativas para los inversores, exponiendo la debilidad de un

Descargado de <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/prensa/intervenpub/gobernador/ficheros/es/mfo301008.pdf>, p. 3.

⁷⁷ Foulkes, D. (2015, 27 de agosto). Fundamentos de Largo Plazo de la Crisis Económica del 2008. CIDE. Descargado de <http://www.cide.edu/publicaciones/status/dts/DTE%20582.pdf>.

⁷⁸ Forbes (2013, 25 de marzo). *Looking Back at Bank Failure Rates*. Descargado de <http://www.forbes.com/sites/moneybuilder/2013/03/25/looking-back-at-bank-failure-rates/>, indicando la lista de bancos que fallaron hasta 2013.

sistema de inversión basado en la especulación y la volatilidad⁷⁹. Anexo a este, el sector bancario, y en concreto su rama hipotecaria fue, si cabe, el sector que peor salió parado. Resultó necesario litigar miles de casos relacionados con impagos, desahucios, ejecuciones de hipotecas y todo ello concluyó en innumerables pérdidas tanto para el sector bancario como para miles de personas que resultaron desempleadas, y miles de clientes que, en el peor de los casos, terminaron fuera de sus hogares⁸⁰.

Pero si hubo un gran perdedor de esta crisis, fue sin duda el pueblo estadounidense, que vio como de la noche a la mañana la economía de su país se derrumbó, el gobierno hipotecaba sus ahorros, y sus inversiones en los mercados de valores disminuían a una velocidad descontrolada. Millones de familias se vieron afectadas por la crisis financiera, y es por ello, que se llevaron a cabo numerosas manifestaciones en los últimos años contra la actual situación financiera en ciudades como Nueva York, Washington D.C. o San Francisco⁸¹. Estas manifestaciones han sido especialmente bien organizadas contra las entidades financieras y las entidades emisoras de crédito así como contra el gobierno de los Estados Unidos⁸². Las entidades reguladoras pertenecientes al gobierno y aquellas encargadas de la supervisión de todas las demás fueron acusadas de generar la actual crisis de mercados⁸³.

Por último, debemos destacar que al vivir en un mundo globalizado, la crisis también afectó a otros países, ciudadanos y consumidores alrededor del mundo. Por eso, a estas manifestaciones se les uniría años más tarde las celebradas en los diferentes pueblos de Europa y Latinoamérica, de nuevo por el mismo motivo: la lucha contra el actual sistema financiero y de crédito, y la erradicación de la pobreza⁸⁴. Estas manifestaciones se han dejado ver y han sido el centro de atención en las

⁷⁹ Manda, K. (2010). *Stock Market Volatility During the 2008 Financial Crisis*. (Tesis doctoral no publicada). Universidad de Nueva York, Nueva York. Descargado de https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/uat_024308.pdf, p. 2.

⁸⁰ Cowell, S. (2012, 22 de octubre). Why the Foreclosure Crisis is Getting Worse. *U.S. News*. Descargado de <http://money.usnews.com/money/blogs/my-money/2012/10/22/worried-about-your-home-why-the-foreclosure-crisis-is-getting-worse>.

⁸¹ The Guardian (2011, 17 de octubre). *Financial Crisis Protests: The World Versus the Bankers*. Descargado de <http://www.theguardian.com/commentisfree/2011/oct/17/editorial-financial-protests-world-bankers>, resaltando las marchas del movimiento "Occupy Wall Street" en la ciudad de Nueva York.

⁸² *Id.*

⁸³ Véase supra nota 53.

⁸⁴ Shah, A. (2011, 7 de noviembre). Public Protests Around the World. *globalissues.org*. Descargado de <http://www.globalissues.org/article/45/public-protests-around-the-world>.

reuniones del G20, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, llegando incluso a verse reproducidas en eventos deportivos como los Juegos Olímpicos de Londres o la Copa Confederaciones de Fútbol en Brasil. Porque, como dicen los miles de afectados que fueron entrevistados por los principales medios de comunicación, es necesario revelarse contra el actual sistema financiero. La crisis, dicen ellos, fue consecuencia de las negligencias perpetradas por las entidades financieras que sólo intentaban lucrarse, que mostraron una gran falta de responsabilidad, y de los gobiernos, que permitieron que todo esto se llevase a cabo⁸⁵.

2.4 La Respuesta Política de Estados Unidos a la Crisis Financiera

Tras la crisis financiera de 2008, la regulación de los mercados financieros estuvo sujeta a modernización y cambio. Y es que desde que esta estalló, se puede decir que la rama ejecutiva del gobierno de los Estados Unidos planteó y llevó a cabo una reforma de la mayoría de las políticas, de las instituciones de control y supervisión financiera y de la normativa aplicable. Así, son muchos los que defienden que la Administración del Presidente Barack Obama sí respondió a la crisis con rapidez y exhaustividad, y que desde los seis meses de asumir el cargo hasta la actualidad, el presidente Obama ha actuado de manera eficiente y responsable mediante la adopción de múltiples medidas y planes para rescatar y recuperar la economía de los Estados Unidos, que es, sin lugar a dudas, la primera economía mundial.

Entre las medidas y los planes llevados a cabo por la administración Obama que resultaron ser claves para la estabilización de los mercados financieros, podríamos destacar las siguientes medidas:

1. Firma de la Ley de Recuperación, a los 30 días de asumir el cargo⁸⁶.
2. Creación de un marco legal para un nuevo Plan de Estabilidad Financiera, dentro de las tres primeras semanas de asumir el cargo⁸⁷.

⁸⁵ BBC Mundo (2013, 18 de junio). *Las Razones de la Ira en las Calles de Brasil*. Descargado de http://www.bbc.com/mundo/noticias/2013/06/130618_brasil_preguntas_manifestaciones_mr.

⁸⁶ Recovery.gov (2015, 27 de agosto). *The Recovery Act*. Descargado de http://www.recovery.gov/arra/About/Pages/The_Act.aspx. Todas estas medidas pueden encontrarse con mayor detalle en <http://www.whitehouse.gov>.

⁸⁷ El Presidente Obama cumplió con los pasos clave de ese plan dentro de los cuatro meses de asumir el cargo, incluyendo la prueba de estrés para los bancos, las nuevas medidas de acceso a la vivienda,

3. Apoyo a la industria automotriz estadounidense, dentro de los cinco primeros meses de asumir el cargo, con rescates de las principales empresas automovilísticas⁸⁸.
4. Pleno uso y ampliación de los recursos destinados al Programa de Alivio para Activos en Problemas (*Troubled Asset Relief Program* o TARP por sus siglas en inglés), con el fin de ayudar a millones de familias afectadas por la crisis inmobiliaria⁸⁹. Cabe destacar que el Tesoro de los Estados Unidos gestionó la cartera de inversiones de los bancos a través de las ayudas TARP.
5. Recuperación de las “inversiones” realizadas a través de los préstamos financieros concedidos a las principales entidades bancarias mediante los rescates gubernamentales⁹⁰.
6. Puesta en ejecución de las pruebas de estrés y aumento de la confianza en el sistema bancario, sin poner nuevos fondos de los contribuyentes en situación de riesgo.
7. Logros y obtención de beneficio en sus rescates. La administración Obama tomó medidas inmediatas para la reestructuración de AIG, entre otros, y logró acelerar los plazos para la devolución de los préstamos de las empresas que fueron rescatadas por el gobierno⁹¹.
8. Toma de medidas claves para la estabilización de la industria automotriz, lo que supuso una rápida vuelta a la viabilidad de las principales empresas.⁹²

el apoyo a los bancos y a las pequeñas empresas, y llevó a cabo esfuerzos por reiniciar los mercados de valores.

⁸⁸ Principalmente, se llevó a cabo la reestructuración de la industria automotriz y el apoyo a las pequeñas empresas.

⁸⁹ Se logró la recuperación de más de 422.000 millones de dólares a través de este programa, procedentes de los pagos en concepto de devolución de las inversiones del gobierno en el programa TARP y del apoyo a la aseguradora AIG.

⁹⁰ Hasta la fecha, se han recuperado unos 28.000 millones de dólares en concepto de rescates e “inversiones” bancarias. La Administración Obama logró, además, los objetivos de las políticas originales de la estabilización de los bancos y la preservación de los préstamos.

⁹¹ El Gobierno pasó a obtener 22.700 millones de dólares gracias a sus inversiones y a pesar de las predicciones generalizadas de que los contribuyentes estadounidenses podían perder miles de millones de dólares. El resultado fue que de los 182.300 millones de dólares prestados a AIG, la administración Obama recuperó 205.000 millones de dólares, obteniendo una rentabilidad total positiva para los contribuyentes de 22.700 millones de dólares. Además, los préstamos de AIG a la Reserva Federal fueron reembolsados en su totalidad.

⁹² La industria automotriz volvió a crecer de nuevo. Cuando el presidente Obama asumió el cargo, la industria automovilística estaba al borde del colapso. Debido a la falta de crédito, las ventas de automóviles cayeron en un 40%. En la actualidad, la industria automotriz americana es rentable, ganando cuota de mercado. La industria automotriz generó más de 340.000 puestos de trabajo desde junio de 2009, cuando GM y Chrysler salieron de la bancarrota. El gobierno recuperó el 90% del total invertido en Chrysler y una parte sustancial de sus inversiones en GM.

9. Ejecución de políticas para estabilizar el mercado de la vivienda y evitar la ejecución hipotecaria. Gracias a nuevas leyes y medidas en materia de protección del consumidor financiero, más de 7 millones de familias modificaron sus préstamos hipotecarios y hasta 2,7 millones los refinanciaron⁹³.
10. Apoyo a las pequeñas y medianas empresas a través del acceso al crédito. Se aprobó una ley de pequeñas empresas que incluyó la reducción de impuestos.
11. Aprobación de la Ley *Dodd-Frank* para la reforma de Wall Street y la Protección al Consumidor, así como la creación de la Oficina de Protección Financiera del Consumidor (*Consumer Financial Protection Bureau* o CFPB por sus siglas en inglés) cuya tarea es la de proteger a las familias cuando tomen decisiones financieras importantes⁹⁴.
12. Creación de nuevas normas de capital de los bancos y pruebas de estrés. En este sentido, gracias a los nuevos requisitos legislativos, el capital de los bancos se duplicó y se les exigió a las entidades financieras que tengan capital suficiente para escenarios adversos.
13. Impulso de reformas nacionales e internacionales fundamentales para fortalecer el mercado de derivados y la supervisión de sus participantes.

En definitiva, podemos ver que al igual que tras la crisis de 1930, el gobierno estadounidense se ha esforzado por llevar a cabo una reforma financiera profunda y la creación de una nueva serie de instituciones financieras de control y supervisión. A consecuencia de todo ello, surge como un tema de máxima importancia la protección del consumidor financiero en el ámbito nacional e internacional.

⁹³ Se aprobó el Programa de Modificación de Préstamos Hipotecarios denominado *Home Affordable Modification Program* (HAMP), que benefició a más de 7 millones de hogares. Se creó además un programa de refinanciamiento denominado *Home Affordable Refinancing Program* (HARP).

⁹⁴ La reforma financiera ha ayudado a frenar la excesiva asunción de riesgos: en el período previo a la crisis financiera, muchos de las mayores entidades bancarias asumieron riesgos excesivos sin las salvaguardias adecuadas. Ahora, los estándares son más exigentes. El sistema bancario regulado creció significativamente con la *Ley Dodd-Frank*. A través de esta ley se han puesto en marcha una serie de nuevas exigencias e iniciativas para asegurar que los procesos de préstamos hipotecarios de los consumidores, entre otros, sean transparentes, de manera que se proteja a los consumidores financieros y se les suministre toda la información necesaria para evitar un sobreendeudamiento.

2.5 El Caso de las Empresas Patrocinadas por el Gobierno

Fannie Mae y *Freddie Mac* ilustran la importancia del riesgo moral y las garantías del gobierno que parecieron estar inexistentes antes de la crisis financiera. *Fannie Mae* fue una de empresa fundada en 1938 a raíz de la Gran Depresión para proporcionar liquidez y ayudar en el mercado hipotecario. Se convirtió en una empresa patrocinada por el gobierno en 1968. Poco después, *Freddie Mac* fue creada básicamente para competir con *Fannie Mae* y crear un mercado secundario eficiente para las hipotecas⁹⁵. Ambas figuraban como empresas con acciones negociadas activamente en el mercado, y ambas tenían, entendían muchos, la función de garante, con el pleno respaldo del Gobierno de los Estados Unidos⁹⁶. Por ello, se asumía que en caso que los accionistas de *Fannie Mae* y *Freddie Mac* desaparecieran bajo circunstancias adversas, los titulares de deuda serían rescatados al menos en su valor nominal, dada la relación de dichas empresas con el Departamento de Hacienda de los Estados Unidos⁹⁷. Así, había inversores institucionales en estas empresas o inversores extranjeros, como el Banco Central de China, los cuales sentían que mantenían inversiones seguras, y que ante un evento desfavorable, el gobierno de Estados Unidos saldría a ayudar a estas empresas, garantizando así sus inversiones⁹⁸.

Pero con lo que nadie contaba es que estas empresas estaban inmersas en el mercado de las hipotecas *subprime*, y que por cada dólar asegurado con una hipoteca y comprado con capital propio, también se incurría en una gran cantidad de deuda para la compra de valores respaldados por hipotecas adicionales⁹⁹. Lo cierto era que ambas empresas estaban invirtiendo en hipotecas de alto riesgo y de liquidez cuestionable; por lo que muchos expertos dicen que antes de iniciarse la crisis, los contribuyentes ya estaban destinados a devolver al gobierno miles de millones de dólares por la gestión arriesgada de estas empresas patrocinadas por el gobierno¹⁰⁰.

Todo empeoró aún más cuando, bajo la intensa presión tanto de la

⁹⁵ Freddie Mac (2015, 27 de agosto) *Our Business*. Descargado de http://www.freddiemac.com/corporate/company_profile/our_business/.

⁹⁶ Acharya, V., Richardson, M., Van Nieuwerburgh, S, y White, L. (2011). *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac and the Debacle of Mortgage Finance*. Princeton University Press.

⁹⁷ Acharya, V., Cooley, T., Richardson, M. y Walter, I. (2009). *Failures and Regulatory Failures: Lessons from Past and Present Financial Crisis*. Descargado de http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public_html/market_failures.pdf.

⁹⁸ *Id.*

⁹⁹ *Id.*

¹⁰⁰ *Id.*

administración Clinton como del Congreso de los Estados Unidos, *Fannie Mae* y *Freddie Mac* comenzaron a invertir en hipotecas *subprimes* para la promoción y la defensa del acceso a la vivienda para los estadounidenses de medianos y bajos ingresos. A mediados del 2000, al menos el 15% de los fondos de estas empresas bajo el sponsor gubernamental estaban invertidos en hipotecas de alto riesgo¹⁰¹.

2.6 Los Rescates Financieros

2.6.1 Los Rescates Financieros Gubernamentales (*Bail-Out*) v. Los Rescates Financieros Propios (*Bail-In*)

El derrumbe financiero en los Estados Unidos no solo afectó a las principales entidades bancarias. Grandes empresas automovilísticas se vieron afectadas por la crisis. Y ambos, los principales bancos de inversiones y empresas automovilísticas, pidieron ayuda al gobierno estadounidense para salir adelante¹⁰². Fue el colapso de *Bear Stearns* el que dio paso a los rescates de empresas como *AIG*, *Fannie Mae*, *Freddie Mac* y muchas otras más empresas del sistema financiero. Todo ello generó que el gobierno tuviera que pedir dinero prestado o sacar dinero de los contribuyentes para poder rescatar a empresas, hasta hacía poco multimillonarias. Esta política fue muy criticada, sobretudo porque estos rescates tendrían un impacto directo e indirecto enorme en la sociedad estadounidense y estableció un precedente negativo desde el punto de vista capitalista¹⁰³. La solución, entendemos, no debería de venir de la mano del dinero de los contribuyentes para entregárselo directamente a los bancos y a las grandes empresas.

Sin perjuicio de ello, a través del programa TARP, el gobierno de los Estados Unidos decidió salir al rescate de sus empresas y comprar activos y acciones de las principales instituciones financieras que tenían grandes problemas como *AIG* o *Citibank*. De acuerdo con los últimos datos oficiales, este programa que fue aprobado el 3 de octubre de 2008, costó al gobierno unos 50.000 millones de dólares. A través

¹⁰¹ *Id.*

¹⁰² Amadeo, K. (2015, 27 de agosto). Auto Industry Bailout (GM, Ford, Chrysler). *USA Economy*. Descargado de http://useconomy.about.com/od/criticalissues/a/auto_bailout.htm.

¹⁰³ Leopold, L. (2010, 24 de abril). Capitalism is Dead, Long Live the Billionaire Bailout Society. *The Huffington Post*. Descargado de http://www.huffingtonpost.com/les-leopold/capitalism-is-dead-long-l_b_471180.html.

de él, se estableció que las empresas rescatadas comprarían bonos del estado y saldrían de estos programas en los próximos años.

Sin embargo, la respuesta legislativa más significativa del gobierno de Estados Unidos vino de la mano de la aprobación de la Ley *Dodd-Frank*. Esta ley que analizaremos a continuación, supuso la reforma de las principales regulaciones e instituciones de control y supervisión. Sin embargo, lo que pareció quedar claro con toda esta crisis es que las leyes financieras no podrán, por sí solas, prevenir futuras crisis. Una posible solución se basa en un mayor control de las entidades bancarias y en la responsabilidad de las grandes empresas para que salgan a flote por sí mismas debido a sus malas prácticas. Afortunadamente, como ya hemos mencionado, esta vez, la crisis financiera costó al gobierno estadounidense menos que lo que se preveía. Pues, si *a priori* se estimaba que el plan de rescate del gobierno aprobado rondaría los 700.000 millones de dólares, la realidad fue que finalmente “solo” se prestaron 245.000 millones de dólares. Además, ya a finales de 2012, el dinero que se había prestado a las grandes entidades bancarias, valoradas en más de 10.000 millones de dólares en activos, cuyo total ascendió a 165.000 millones de dólares se había recuperado casi en su totalidad¹⁰⁴. Se estimó, sin embargo, que hasta finales de 2017 no se conseguiría recuperar la totalidad de las cantidades prestadas. En definitiva, podemos decir que la solución de los rescates no gustó a nadie; sin embargo, ahora somos muchos los que entendemos que sin este programa todo habría sido más catastrófico. Y con ello se previno lo que más se temía, un colapso sistémico global.

De cara al futuro se debate ahora la posibilidad de llevar a cabo un “autorrescate”, es decir, que los bancos y las empresas utilicen los fondos depositados por sus clientes en vez de utilizar el dinero de los contribuyentes para financiar la crisis. Wilson Ervin, Director de Riesgo de Crédito de *Credit Suisse* de 2005-2009, habla de la posibilidad de aplicar a los bancos una reorganización similar a la del Capítulo 11 del Código de Bancarrota de los Estados Unidos¹⁰⁵. Pues si bien es importante evitar los riesgos morales, dice Ervin, es aún más fundamental crear

¹⁰⁴ Onaran, Y. y Leondis, A. (2010, 20 de octubre). Banks Bailout Returns 8.2% Beating Treasury Yields. *Bloomberg*. Descargado de <http://www.bloomberg.com/news/2010-10-20/bailout-of-wall-street-returns-8-2-profit-to-taxpayers-beating-treasuries.html>.

¹⁰⁵ Murray, T. (2013, 19 de marzo). The Case of Bail-Ins to Resolve Failing Banks. *The Financialist*. Descargado de <http://www.thefinancialist.com/the-case-for-bail-ins-as-a-way-to-resolve-failing-banks-wilson-ervin/>.

una solución real de recapitalización desde dentro de las empresas y de los bancos cuando estos entren en crisis. Por otra parte, se habla de aplicar el Capítulo 11 del Código de Bancarrota en los apartados relativos a la reorganización, que será analizado más tarde en profundidad, de manera que se pudiese permitir a los reguladores dictar los términos de la recapitalización de un banco en quiebra, con sujeción a un marco acordado y reglas claras, antes de que colapse por completo. Es lo que se conoce por un rescate desde la propia institución o “*bail-in*”, cuyo objetivo es reorganizar la estructura de capital de un banco para evitar la posibilidad de riesgo sistémico¹⁰⁶.

2.6.2 Las Ventajas y Desventajas del *Bail-in* y el *Bail-out*

Como producto de la crisis analizada, los gobiernos rescataron a los bancos, inyectando miles de millones de dólares a fin de ayudarlos a pagar sus deudas. Esta ayuda del gobierno, y en general de cualquier tercera persona no inversor de la empresa en quiebra, se denomina *bail-out*. El *bail-out* se configura como la situación por la cual un tercero, generalmente un gobierno, ofrece dinero a un negocio en quiebra, a fin de prevenir las consecuencias del incumplimiento del pago como producto de dicha quiebra. El *bail-out* puede o no requerir el reembolso del capital inyectado. Se trata, a fin de cuentas, de un rescate financiero de empresas en quiebra. El gobierno de los Estados Unidos llevó a cabo el *bail-out* o rescate financiero de las principales empresas y bancos a punto de quebrar, usando dinero de los contribuyentes durante la crisis financiera, a fin de que pudieran cumplir con sus deudas y mantenerse operativos en vez de ser liquidados por sus acreedores.

Por el contrario, el *bail-in* es un proceso de recapitalización llevado a cabo por la propia institución financiera que le permitiría a dichas empresas reorganizar la estructura de su capital¹⁰⁷. En este sentido, se crearía un nuevo capital mediante la conversión de deuda preferente y deuda subordinada que la empresa en problemas mantendría con sus acreedores. En casos extremos, algunos bonos *senior* también podrían ser convertidos. Así, el *bail-in* sería viable cuando los acreedores acordasen

¹⁰⁶ *Id.*

¹⁰⁷ *Id.*

renunciar a sus reclamaciones de corto plazo y reestructurasen el capital, reduciendo sus tenencias.

En el esquema de *bail-in* serían los acreedores privados quienes soportasen la carga de solventar a las empresas en quiebra, por lo que, a diferencia del *bail-out*, el *bail-in* no tendría efectos tributarios, dado que no serían los contribuyentes quienes pagasen las deudas de las empresas en quiebra a través de los millonarios rescates ofrecidos por los gobiernos. Sin embargo, el uso del *bail-in* sí tendría efectos inmediatos en el valor de los instrumentos de deuda para los acreedores de las potenciales empresas en quiebra. Estas potenciales empresas en quiebra tendrían que pagar un interés más alto por dichos valores, a fin de compensar el mayor riesgo que soportan.

Este tipo de recapitalización (*bail-in*) podría haber sido una opción en el caso de *Lehman Brothers*. Y aunque de todas formas, en dicho caso, los accionistas también habrían salido perjudicados, se pudo haber evitado el efecto dominó que siguió al colapso de dicho banco. Según los expertos, el proceso de recapitalización es algo más que una quimera, especialmente, debido a que el marco general es bastante simple, y se basa en principios bien entendidos de reorganización, por lo que podría ser implementado con bastante rapidez para los bancos de hoy en día¹⁰⁸.

2.6.3 Alternativas a los Rescates Financieros

Además de las alternativas propuestas, la conocida Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC) ya comenzó a desarrollar sus propios planes de resolución con el fin de estar preparados para resolver una crisis financiera sistémica. Los nuevos poderes de la FDIC, aprobados en virtud de la Ley *Dodd-Frank*, le dan la capacidad de ejecutar un rescate de un gran banco al borde del colapso, lo que debería ayudar a evitar una repetición de las respuestas a la crisis del 2008¹⁰⁹.

Sin embargo, muchos se han preguntado si los bancos y los reguladores están haciendo un progreso real en la resolución de los problemas del 2008. En general, y como veremos más adelante, los reguladores bancarios de diversas partes del mundo han demostrado estar dispuestos a establecer las reglas necesarias para evitar el

¹⁰⁸ Véase supra nota 97.

¹⁰⁹ The Financial Services Committee (2015). *The Dodd-Frank Act and the Persistence of "Too Big to Fail"*. Descargado de http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/tbtf_dodd_frank.pdf, p.4.

fracaso sistémico que casi hundió la economía mundial en dicho año, y que aún continua teniendo efectos. Gran parte de la respuesta normativa que se ha llevado a cabo, tanto a nivel nacional como internacional, se ha centrado en el aumento de los requerimientos de capital de las entidades bancarias, las restricciones de actividad de dichas entidades, el aumento de la supervisión y la elaboración de otras herramientas para reducir el riesgo.

En este sentido, en abril de 2014, el Comité de Basilea anunció que iba a dar a los bancos hasta el 01 de enero de 2019 para cumplir plenamente con los nuevos y estrictos requisitos de liquidez en un marco denominado Basilea III¹¹⁰. Basilea III incluye requerimientos de capital y normas de apalancamiento más estrictos, ratios más altos, así como nuevos requerimientos de liquidez para los grandes prestamistas¹¹¹.

Al mismo tiempo, los bancos ahora tienen que lidiar con una compleja red de diferentes enfoques en temas de seguridad y cumplimiento de la ley, tales como las normas establecidas por la Ley *Dodd-Frank* aprobada justo después de la crisis¹¹². Debido a esto, muchos temen que las nuevas reglas podrían limitar el capital y la capacidad de la industria para prestar lo suficiente y promover el crecimiento económico real¹¹³.

2.7 Críticas a la Reforma Financiera Postcrisis y la Autorregulación

La regulación financiera que Estados Unidos llevó a cabo estuvo centrada en materias específicas como la falta de control de productos financieros complejos, los problemas de los sistemas de remuneración de los intermediarios financieros y la ausencia de protección del consumidor del mercado de valores. Algunos críticos apuntan, sin embargo, a que esta reforma debería de girar en torno a la perfección de los contratos de los valores extrabursátiles, los sistemas de garantías y la

¹¹⁰ Se puede acceder a los textos aprobados de Basilea III en http://www.bis.org/bcbs/basel3_es.htm.

¹¹¹ *Id.*

¹¹² La Ley *Dodd-Frank* de reforma financiera y de protección de los consumidores (que debe su nombre al congresista Frank y al senador Dodd), fue refrendada por el presidente Barack Obama el 11 de julio de 2010, fecha en la que entró en vigor.

¹¹³ American Bankers Association (2015). *Dodd-Frank and Community Banks, Your Guide to 12 Critical Issues*. Descargado de <http://www.aba.com/aba/documents/dfa/dfguide.pdf>.

ejecución de los mismos¹¹⁴.

Otro aspecto muy criticado de la reforma financiera es la ausencia de legitimación democrática de las normas financieras, es decir, que el derecho financiero estadounidense haya sido generado en los tribunales a través de la ratificación de las normas de derecho privado creada por organismos profesionales con mucho peso en la industria financiera, por abogados internacionales que litigaron casos en defensa de las grandes entidades financieras y bancarias, estableciendo un precedente en el ámbito comercial, o a través de las normas establecidas por arbitraje internacional.

Este derecho que no ha sido legitimado está basado en complejos acuerdos que emanan de organismos técnicos y de supervisión. Este es el caso del derecho creado por los bancos centrales, las comisiones de valores, los supervisores de seguros o las asociaciones de los bancos de inversión. Estos tipos de acuerdos que no son aprobados por parlamentos nacionales, sin embargo, constituyen una de las expresiones más relevantes del *soft law* en la actualidad. Asimismo, los acuerdos de los organismos internacionales de regulación financiera tampoco son fuente del derecho formal, aunque sí forman parte de la nueva *lex mercatoria* de los operadores globales.

Por tanto, la principal crítica es que se trata de normas creadas en defensa de intereses corporativos sin legitimación alguna ni consulta pública. Este es el caso de Estados Unidos que, a diferencia de Europa, no cuenta con el sistema *Lamfalussy* de protección de los intereses generales a través de compromisos protectores¹¹⁵. Sin embargo, cabe decir que en Europa también contamos con este tipo de “autorregulación” en el ámbito de la industria de valores, donde las reglas privadas se convierten en normas públicas. En este sentido, en la Unión Europea existen las “prácticas de mercado aceptadas” que sirven para establecer la conducta que deben mantener los intermediarios y operadores en el mercado. En este tipo de regulación, que usualmente contiene únicamente el punto de vista de los participantes de los mercados, es de suma importancia que se incluya el punto de vista de los consumidores, con el fin de evitar abusos en contra de ellos. Por ello, si bien se debe

¹¹⁴ CFA Institute Center for Financial Market Integrity and Council of Institutional Investors. (2009). *U.S. Financial Regulatory Reform: The Investors' Perspective*. Descargado de http://www.cfainstitute.org/ethics/Documents/us_investors_working_group_report.pdf.

¹¹⁵ El sistema *Lamfalussy* se utiliza en la Unión Europea para el desarrollo legislativo de los servicios financieros (valores, banca y seguros).

incluir las prácticas utilizadas en los mercados como criterio delimitador de la actuación, no se debería imponer las normas de conducta de una parte de la relación, las industrias en este caso, sino que debería incluirse a la otra, es decir, a los consumidores, como parte más vulnerable¹¹⁶.

En definitiva, y a pesar de las críticas, tanto en el sector bancario como en el mercado de valores, la autorregulación ayuda a resolver los problemas globales y triunfa gracias a su pragmatismo. Por otra parte, este tipo de regulación es muy detallada y tiene un elevado rigor técnico puesto que emanan del asesoramiento de las grandes firmas de abogados a los bancos de inversión y demás operadores globales. Es por eso que se dice que estas firmas se han convertido en auténticos reguladores de los mercados financieros internacionales a falta de una respuesta adecuada de los gobiernos nacionales.

2.8 Cómo Superar la Crisis de Confianza en el Sector Bancario

Desde el inicio de la crisis económica, los bancos y las principales entidades financieras de los Estados Unidos fueron los principales en sufrir las consecuencias de la crisis y la falta de confianza que esta creó en el consumidor. Además, las principales instituciones bancarias fueron objeto de feroces críticas desde todos los sectores de la sociedad, que las responsabilizaban por el desastre financiero¹¹⁷.

Sin embargo, uno de los temas más delicados con los que estas instituciones tuvieron que lidiar fue la lucha por su estabilidad y la recuperación de la confianza de sus clientes, la cual habían perdido completamente. Esta pérdida se debió, de acuerdo con lo testificado por los propios clientes¹¹⁸, a la falta de transparencia que predominó durante los años anteriores a la crisis, y a la ausencia de preocupación por los intereses del consumidor, lo que desembocó en la catastrófica situación financiera *a posteriori*¹¹⁹. Así, son muchos los que opinan que uno de los motivos

¹¹⁶ Zunzunegui, F. (2008). La Regulación Jurídica Internacional del Derecho Financiero. *Revista de Derecho del Mercado Financiero*. Descargado de <https://rdmf.files.wordpress.com/2008/05/zunzunegui-regulacion-juridica-internacional-mercado-financiero.pdf>, p. 12.

¹¹⁷ Véase supra nota 53.

¹¹⁸ McKinsey and Company (2012). *McKinsey Private Banking Survey 2012. Finding a new footing*. Descargado de http://www.mckinsey.com/~media/mckinsey%20offices/switzerland/latest%20thinking/mckinsey_private_banking_survey_2012.ashx.

¹¹⁹ *Id.*

principales de esta pérdida de confianza fue la aprobación de políticas liberales que beneficiaban sólo a las instituciones financieras, sin tener lo más mínimo en cuenta la protección de los derechos de los consumidores financieros. Todo esto se llevó a cabo al inicio del periodo de recuperación de la crisis de 1930¹²⁰, y continuó hasta la actual crisis. En este contexto, podemos encontrar numerosas fallas por parte de los legisladores estadounidenses, especialmente en sus reformas postcrisis de 1930 que causaron que la única preocupación de las principales instituciones financieras fuese el enriquecimiento. Todo esto aconteció porque, al parecer, los legisladores y candidatos a la presidencia en Estados Unidos, deseosos de ganar puntos en las elecciones, se dejaron persuadir por los grupos de presión más pudientes del país y optaron por relegar la protección del consumidor financiero a un segundo plano¹²¹. Sin embargo, en última instancia, no se debe de dejar de culpabilizar a los mismos bancos e instituciones financieras, que ansiosos por obtener una ventaja comparativa con respecto a sus competidores más cercanos, fueron responsables de aprovechar una ausencia de reglas de control y supervisión financieras.

Una verdadera recuperación de la confianza perdida por parte de las instituciones financieras no solo implicaría, como se ha apuntado previamente, la emisión de un mayor número de normas de protección del consumidor financiero y la efectiva supervisión del cumplimiento de las mismas, sino que también depende en gran medida de cómo dichas entidades cumplan con sus respectivas obligaciones. En otras palabras, aquellas instituciones financieras que cumplen de manera auténtica con los deberes de transparencia de la información, y trabajan de una manera tal que realmente velen por los intereses del consumidor (por ejemplo, teniendo instancias para la interposición de quejas y reclamaciones eficientes, etc.) podrían generar mayor impacto positivo en los clientes respecto de aquellas instituciones que cumplen las normas de manera parcial o con la finalidad única de evitar sanciones, sin respeto a los derechos de los consumidores.

¹²⁰ Wright, G. (2015). *The Umbrella of Liberalism*. Descargado de <http://www.csuchico.edu/~gwright/intro.htm>

¹²¹ El objetivo era que la economía creciese, pero este crecimiento fue, a menudo, a costa del consumidor.

3. La Crisis Financiera en España

3.1 Introducción

La crisis financiera estadounidense tuvo grandes repercusiones a escala global. Por ejemplo, esta provocó en Europa una falta de liquidez en sus mercados que pilló casi por sorpresa a sus instituciones y bancos, así como a los organismos supervisores nacionales de dichas entidades financieras. Ello puso de manifiesto la necesidad de tener un sistema de control efectivo de la liquidez, y un sistema propio de control y supervisión de las entidades de créditos.

La crisis española también estuvo relacionada con el estallido de la burbuja hipotecaria en Estados Unidos. Esto se debe a que en la realidad, los mercados financieros internacionales se encuentran interconectados, y el pánico de sufrir un riesgo sistémico afecta a los consumidores financieros de diferentes países. Sin embargo, como se analizará a continuación, esta crisis resultó ser distinta a la estadounidense dado que la realidad política y económica de España, así como la estructura del mercado financiero difieren mucho de la estadounidense.

La recuperación parcial del sector inmobiliario en España no se ha producido sino recientemente. A ello contribuyó, en primer lugar, el paquete de ayudas otorgado por la conocida “troika”, conformada por la Comisión, el BCE y el FMI; así como la reforma financiera, concretamente, en lo relativo al principio de transparencia en el sistema financiero. Además, las indicaciones, exigencias y recomendaciones de las instituciones internacionales sirvieron como ejemplo para que los políticos españoles supiesen como resolver la crisis. A continuación se procederá al análisis de las principales causas y las respuestas relativas a la crisis financiera en España.

3.2 Cronología de la Crisis Española

Fueron muchos los acontecimientos que se sucedieron durante la crisis financiera española, es por ello que consideramos pertinente realizar un análisis de la cronología año a año de la misma, a fin de entender la evolución tanto de la crisis, como de las

medidas aprobada por el gobierno español para hacer frente a la misma¹²².

2008:

- España inició una serie de reformas a partir de marzo del año 2008. En dicho mes, el entonces vicepresidente económico, D. Pedro Solbes, redujo la previsión de crecimiento de España para el año 2008. Esta reducción se debió principalmente, según lo indicado, a los problemas surgidos en el sector inmobiliario por la crisis de las hipotecas basura¹²³.
- En el mes de abril, el Gobierno propuso un plan de aproximadamente 10.000 millones de euros a fin de reactivar la economía española. El 25 de abril de 2008, D. Pedro Solbes rebajó las previsiones de crecimiento hasta el 2,3%. A consecuencia de ello, la economía española cerró el 2008 con un crecimiento del PIB del 1,2%, muy por debajo de lo estimado¹²⁴.
- Para evitar un desequilibrio en el mercado, a inicios del mes de julio de 2008, el gobierno no mencionó aún ni siquiera la palabra “crisis”; únicamente se vino a referir a una simple “desaceleración”. Sin embargo, a mediados de agosto, el gobierno aprobó un plan de choque con más de 24 medidas económicas. De lo cual se puede deducir que el gobierno implícitamente reconocía la existencia de una crisis financiera¹²⁵.
- El 13 de octubre de 2008, el gobierno aprobó, en un Consejo de Ministros extraordinario, la concesión de avales por un importe máximo de 100.000 millones de euros para las operaciones de financiación de las entidades bancarias. Todo ello provocó que tan sólo en once días posteriores, la bolsa española cayera un 8,16%, la segunda mayor caída de su historia.
- El mes de diciembre del mismo año, España oficialmente entró en recesión, tras experimentar dos retrocesos consecutivos del PIB, durante el tercer y el cuarto trimestre de 2008, con un 0,3% y un 1% respectivamente¹²⁶.
- A finales de 2008, el déficit público acabó en el 4,2%, por encima del 3% fijado en el pacto de estabilidad del euro, superando así todas las expectativas. De esta manera, en solo un año, España pasó de un superávit

¹²² Pérez, C. (2012, 5 de junio). La Crisis en España: Cronología Desde 2008. RTVE. Descargado de <http://www.rtve.es/noticias/20120605/crisis-espana-cronologia-desde-2008/533400.shtml>.

¹²³ *Id.*

¹²⁴ *Id.*

¹²⁵ *Id.*

¹²⁶ *Id.*

de casi el 2% del PIB al déficit anteriormente mencionado¹²⁷.

- Por último, la tasa de desempleo registrada en las oficinas públicas de empleo alcanzó los 3.128.963 de desempleados en diciembre del 2008, mientras que de acuerdo a la Encuesta de Población Activa (EPA) sumó 3.207.900 desempleados, lo que supuso una tasa de desempleo de 13,91%¹²⁸.

2009:

- En la primera quincena del año 2009, el gobierno aprobó la revisión del Programa de Estabilidad 2008-2011, el cual estimaba una mayor tasa de desempleo, así como un mayor déficit y la recesión de la economía española en 2009, con una posible vuelta al crecimiento en 2011. Ese mismo mes, la agencia de calificación de riesgo *Standard & Poor's* fue la primera en rebajar la calificación de España, despojándola de la máxima nota (AAA)¹²⁹.
- El 29 de marzo de ese mismo año, el Banco de España (BE) se vio obligado a intervenir la Caja Castilla-La Mancha. Al siguiente día, el Instituto Nacional de Estadística informó que el IPC armonizado de marzo se situaba en -0,1%, la cual constituyó la primera tasa negativa de la historia de la economía española¹³⁰.
- En el contexto de la crisis bancaria, el 26 de junio de 2009, el gobierno creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) con el fin de regular las ayudas al sector financiero en los procesos de fusión y reestructuración. Este fondo contó con 9.000 millones de euros. De dicha suma, 2.250 constituían parte de los Fondos de Garantía de Depósitos, mientras que 6.750 fueron con cargo a los presupuestos¹³¹.
- Cinco meses después, en agosto de 2009, el gobierno amplió el nuevo fondo de inversión local, dotado con 5.000 millones de euros hasta 2010. A finales de septiembre, el gobierno anunció que subiría el Impuesto de la Renta sobre las Personas Físicas (IRPF) y que se eliminaría la deducción de 400 euros. El gobierno calculó que con dichas medidas fiscales, entre

¹²⁷ *Id.*

¹²⁸ *Id.*

¹²⁹ *Id.*

¹³⁰ *Id.*

¹³¹ *Id.*

otras, recaudaría unos 10.950 millones de euros adicionales¹³².

- El 29 de septiembre, el Instituto Nacional de Estadística (INE) informó que el IPC armonizado de ese mes sumaba siete caídas consecutivas y se situaba en -1%. Como respuesta a esta situación, el 7 de octubre de 2009, España lanzó el mayor plan de estímulo fiscal de la eurozona, equivalente al 2,3% del PIB¹³³. Asimismo, en diciembre de ese mismo año, el gobierno comenzó el proceso de reestructuración del sector financiero. Un ejemplo claro de tal proceso fue la reducción en el número de cajas de ahorros, las cuales estuvieron muy expuestas al sector inmobiliario, en un número de 45 a 15¹³⁴.
- En definitiva, España siguió en recesión durante el 2009, y el PIB cayó un 3,6% a lo largo del año. Como datos más significativos destacamos que durante el cuarto trimestre del 2009, y a pesar de que la economía española solo se contrajo un decimal, el número de desempleados creció en 1.118.600, hasta llegar a los 4.326.500; y la tasa de desempleo alcanzó el 18,83%, según la Encuesta de Población Activa. No obstante, el número de desempleados oficial registrado por el INEM arrojó una cifra de 3.923.603 de desempleados. Por último, el déficit público superó el 11% del PIB¹³⁵.

2010:

- Ante esta situación, el 25 de enero de 2010, el gobierno sancionó la nueva Ley de Economía Sostenible para redefinir la economía española hasta el año 2020, evitando, sin embargo, las reformas estructurales¹³⁶.
- El 4 de febrero de ese mismo año, la bolsa española perdió un 5,94%, influida por las declaraciones de la UE y el FMI sobre el riesgo de España dentro de la zona euro y por las medidas de ajuste del Gobierno.
- El 30 de abril, la Encuesta de Población Activa confirmó que la tasa de desempleo en el primer trimestre del 2010 superó el 20% por primera vez en casi 13 años, con un nivel récord de desempleados, y 1,3 millones de hogares con todos sus miembros en paro. Sin embargo,

¹³² *Id.*

¹³³ *Id.*

¹³⁴ *Id.*

¹³⁵ *Id.*

¹³⁶ *Id.*

sorprendentemente la economía española fue capaz de aumentar el nivel de consumo luego de 18 meses de recesión.

- El 7 de mayo de 2010 España sale en teoría de la recesión, al crecer el PIB un 0,1% en el primer trimestre. Sin embargo, el 12 de mayo, el entonces presidente, José Luis Rodríguez Zapatero, anunció un “tijeretazo” del 1,5% del PIB, que incluyó recortes de salarios para empleados públicos, el fin del “cheque bebé” y la congelación de las pensiones.
- Fue entonces que el BE tuvo que intervenir una vez más en el sistema financiero. Esta vez, el BE intervino a CajaSur, un pequeño banco de ahorros con participación mayoritaria de la Iglesia Católica. Dicha medida atemorizó a los inversores. Por otro lado, el 1 de julio, el gobierno subió un 2% el Impuesto del valor Añadido (IVA)¹³⁷.
- Como parte de la reforma financiera, el 21 de julio, se permite, por primera vez, la inversión privada en las cajas de ahorros, a fin de complementar procesos de fusión y reestructuración. Sin embargo, la crisis continuaba. Cuatro uniones de cajas y CajaSur suspendieron las pruebas de resistencia de la UE¹³⁸.
- Fue en octubre de 2010 cuando se produjeron los hechos más representativos de la inestabilidad del mercado en España, fruto del nerviosismo existente en el mismo. El 10 de octubre, la bolsa de Madrid se hundió en más del 9%, con “suerte” de que ese fin de semana estaba establecida una reunión de los principales líderes políticos en París, en la que tomaron una serie de medidas de carácter expansivo que hicieron que la bolsa volviera a retomar niveles, incluso por encima, a la bajada anterior.
- De esta manera, podemos indicar que el 2010 fue un año con vaivenes en la economía española. Así, el año cerró con un déficit del 9,24%, cumpliendo el objetivo previsto, pese a los resultados negativos de las comunidades autónomas. El déficit del Estado se redujo a un 5,07% del PIB, ocho décimas menos de lo previsto, lo que supuso un ahorro de 8.000 millones de euros.

2011:

¹³⁷ *Id.*

¹³⁸ *Id.*

- Ya en el 2011, el 8 de febrero, el Gobierno puso en marcha la segunda fase de la reestructuración del sector financiero, potenciando una segunda oleada de fusiones de cajas. Sin embargo, el 24 de marzo, la agencia de calificación de riesgos *Moody's* rebajó la calificación de la deuda a largo plazo de treinta bancos y cajas de ahorros españolas.
- A pesar de ello, el 21 de junio del mismo año, el FMI advirtió que la economía de España aún se enfrentaba a “grandes riesgos”. De hecho, a mediados del mes de julio, solo 8 de los 90 bancos europeos examinados suspendieron las pruebas de resistencia de la UE, entre ellos, cinco cajas de ahorros españolas.
- El 22 de julio, el Banco de España intervino de nuevo, esta vez a la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM), y destituyó a su cúpula. En agosto de ese año la prima de riesgo española cerró en el máximo histórico de la zona euro, al situarse en 398,3 puntos básicos.
- En octubre, la agencia de calificación de riesgos *Moody's* rebajó la calificación de la deuda a largo plazo de diez comunidades autónomas. Y ya en Noviembre, Italia, que superó el 7% de interés de su deuda soberana y su prima de riesgo alcanzó los 574 puntos básicos, contagiando a España que cerró en 409,9 puntos.
- De nuevo, a finales de ese mismo mes, el BE anunció la intervención del Banco de Valencia, en el que el Estado inyectó 3.000 millones de euros. La agencia *Standard and Poor's* rebajó de nuevo la nota de 37 bancos. En España todos bajaron su calificación, menos el banco Santander.
- En diciembre *Standard and Poor's* rebajó un escalón la calificación de diez bancos españoles entre los que figuran Bankia, CaixaBank, Banco Popular, Banco Sabadell y Bankinter. Por último, ese mismo mes, el volumen de créditos dudosos de bancos, cajas y entidades de crédito superó los 130.000 millones de euros. Y el entonces presidente, Mariano Rajoy, anunció recortes por valor de 16.500 millones de euros en su discurso de investidura como presidente del Gobierno de España¹³⁹.
- España cerró así 2011 con un déficit público del 8,51%. La diferencia entre esta cifra con la pactada con Bruselas, que era del 6%, se cuantificó en

¹³⁹ *Id.*

algo más de 25.000 millones de euros. El crecimiento económico se desplomó y la mayoría de los economistas veían ya una nueva recesión en el horizonte. La tasa de paro siguió en aumento, alcanzando el 21,5%, la más alta en 15 años. Además, el gobierno, previo pacto con la oposición, tuvo que hacer frente a una obligada reforma constitucional que permitiese elevar el límite de déficit. Llegados a este punto, el gobierno que hasta ahora había gobernado se vio en una seria e inestable posición que obligó a unas elecciones anticipadas en el mes de Noviembre¹⁴⁰.

2012:

- Con la entrada del nuevo gobierno, el ritmo reformista se aceleró. En febrero de 2012 se realizó la primera reforma de gran calado: la reforma laboral¹⁴¹. A partir de ahí, empezaron a acontecer los fenómenos de mayor trascendencia financiera en este país.
- En mayo de 2012 se procedió con una recapitalización de la entidad financiera Bankia¹⁴² y la nacionalización de su filial, el Banco Financiero y de Ahorros (BFA), todo esto supuso un montante de 23.500 millones de euros aproximadamente. En segundo lugar, ante una más que difícil situación financiera, se produjo un *bail-out* a España de hasta 62.000 millones de euros que se encargaría de gestionar el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), en beneficio de los bancos que necesitasen de ayuda¹⁴³. Como consecuencia de esto último, aunque aceptado con la “boca pequeña”, se tuvo que proceder con una serie de reformas de cara a reducir el déficit, un objetivo infranqueable, que se estableció para el año 2013 en el 6,5% del PIB y de un 5,8% del PIB para 2014. Estas reformas, entre otras fueron: la subida del IVA, la supresión de la paga extra de Navidad para los funcionarios, la reducción de días de asuntos propios a los empleados públicos, y la reforma de la Administración

¹⁴⁰ *Id.*

¹⁴¹ Esta reforma consistió principalmente en la emisión del Real Decreto Ley 3/2010, de 10 de Febrero, cuyo texto se encuentra disponible en <http://www.boe.es/boe/dias/2012/02/11/pdfs/BOE-A-2012-2076.pdf>.

¹⁴² Esta entidad integró 7 cajas de ahorros.

¹⁴³ De Barrón I. y Jiménez, M. (2012, 21 de junio). La Banca Española Necesita de 51.000 a 62.000 Millones de Capital. *El País*. Descargado de http://economia.elpais.com/economia/2012/06/21/actualidad/1340279394_859405.html.

Pública¹⁴⁴.

Con todo ello, podemos concluir que la crisis financiera en España de 2008 hasta 2012 resultó en la aprobación de políticas y normativas diseñadas para enfrentar una realidad económica y social nada favorables. Concretamente, la bajada de inflación en España, la crisis hipotecaria y la consiguiente crisis de crédito, así como el aumento en el desempleo y la acentuada crisis bancaria llevaron al gobierno español a pactar con la Unión Europea y el FMI medidas de austeridad a cambio de paquetes de ayuda financiera. Este hecho, que no sentó demasiado bien a la población en general, resultó sin embargo ser, como se pudo demostrar con el paso de los años, fundamental para la recuperación de la economía española que aún hoy sigue sufriendo los efectos de la crisis.

3.3 La Falta de Liquidez en los Mercados Financieros

Cuando hablamos de liquidez nos podemos referir tanto a la liquidez de los mercados financieros (*market liquidity*), de fondos (*funding liquidity*), o la liquidez de la economía agregada. La liquidez de mercado se refiere a que si un determinado mercado permite la compra y venta de activos a precios relativamente estables; mientras que la liquidez de fondos es la capacidad de las entidades financieras para obtener efectivo y hacer frente a sus obligaciones de pago en un espacio de tiempo relativamente corto; y la liquidez agregada de la economía es la oferta monetaria disponible, es decir, la cantidad de dinero que existe en la economía¹⁴⁵.

La crisis financiera global y la crisis hipotecaria española afectaron tanto la liquidez de los mercados de valores como la de las entidades financieras españolas. Por otra parte, la falta de liquidez generada repercutió sobre el funcionamiento de los mercados financieros y la financiación de la economía en general. Por ello, se han debatido desde entonces propuestas y recomendaciones para paliar los efectos de la falta de liquidez así como anticipar y prepararse para la crisis crediticia mediante la adopción de medidas de control y supervisión de las agencias de calificación de créditos, de las entidades financieras, de los vehículos de inversión estructurada, y

¹⁴⁴ 20 Minutos (2012, 13 de julio). *El Gobierno Aprueba Quitar la Paga Extra esta Navidad a los Funcionarios y la Subida del IVA*. Descargado de <http://www.20minutos.es/noticia/1538651/0/consejo-ministros/aprueba/recortes/>.

¹⁴⁵ Brunnermeir, M. y Pedersen, L. (2008). *Market Liquidity and Funding Liquidity*. Oxford University Press. Descargado de <http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/liquidity.pdf>.

un sistema de valoración de los productos estructurados, así como el aumento de la transparencia financiera.

Lo cierto es que cuando los mercados actúan normalmente y de manera correcta, hay una confianza en la existencia de financiación disponible, reduciendo la valoración del riesgo de liquidez. Sin embargo, una de las causas para la pérdida o reducción de la confianza de los inversores es la ausencia de información sobre productos complejos que se comercializan de manera poco clara. En este contexto, el riesgo de liquidez supone un problema importante, especialmente cuando los mercados no actúan correctamente y la gran mayoría de los inversores buscan liquidez al mismo tiempo, ya que se genera un incremento sustancial en la demanda y un pánico absoluto en los mercados. Además, si esta búsqueda de liquidez se contagia a otros mercados, cualquier transacción se hace imposible.

En España, cabe indicar que la última crisis de liquidez se produjo a consecuencia de la caída de *Lehman Brothers*, la cual supuso el pánico y la desconfianza total de los mercados de crédito globales. El mayor problema con esta crisis de liquidez fue el hecho de que se extendió en el país debido a que los mercados de emisiones e interbancarios continuaron cerrados en su gran mayoría y porque los recursos solicitados en las subastas al BCE (de quien dependía en gran medida) se agotaron. Esta crisis fue paliada en el año 2012 luego de que el BCE decidió, bajo ciertos requisitos, comprar deuda pública española¹⁴⁶.

3.4 La Crisis Hipotecaria en España

Durante muchos años, el elemento dinamizador de la economía española fue el mercado inmobiliario. Este mercado estaba impulsado por unas condiciones favorables en los tipos de interés reales y la existencia de abundante financiación en los mercados. Sin embargo, a partir del 2005 el mercado inmobiliario en España comenzó a caerse, empeorando la situación macroeconómica. Este empeoramiento se produjo principalmente debido al uso de numerosos tipos de productos

¹⁴⁶ Segovia, E. (2012, 16 de septiembre). España Vive Su Peor Crisis de Crédito Desde 2008 por la Falta de Liquidez en la Banca. *El Confidencial*. Descargado de http://www.elconfidencial.com/economia/2012-09-16/espana-vive-su-peor-crisis-de-credito-desde-2008-por-la-falta-de-liquidez-de-la-banca_374973/.

hipotecarios que resultaron ser perjudiciales para el consumidor hipotecario. Entre otros destacamos:

- El uso de tasas de interés variable;
- La mala utilización de ratios financieros en la aprobación de préstamos hipotecarios (p.e. ratio de deuda/ingreso);
- Hipotecas aprobadas en moneda extranjera;
- Hipotecas vendidas junto con *swaps* de tasas de interés; e,
- Hipotecas con elevadas comisiones y gastos.

Por otra parte, otro de los principales factores en la caída del mercado inmobiliario en España fue sin lugar a dudas la crisis hipotecaria y la posterior crisis financiera originada en Estados Unidos, dado el elevado nivel de conexión entre los mercados financieros globales¹⁴⁷.

En materia de contratos hipotecarios, los consumidores hipotecarios en España resultaron gravemente afectados cuando las entidades financieras, abusando de su conocimiento de la industria hipotecaria y de los productos financieros complejos, aconsejaron a sus clientes que subscribiesen, junto a los préstamos hipotecarios, contratos de permuta financiera de tasas de interés (*swaps* de tasas de interés), que tenían la capacidad de causar efectos muy negativos a los consumidores. En concreto, en España, entre los años 2007 y 2008 los bancos vendieron un sinnúmero de *swaps* de tasas de interés junto con hipotecas cuando la tasa Euribor estaba alta, haciendo creer a los clientes que estos *swaps* se constituían como seguros que evitaban el aumento de los intereses de los préstamos cuando la tasa de interés de referencia aumentase¹⁴⁸. Sin embargo, lo cierto fue que la tasa Euribor comenzó a reducirse, por lo que los prestamistas hipotecarios que aceptaron estos *swaps* de tasa de interés tuvieron que hacer frente a fuertes pagos, pues además del pago de sus cuotas hipotecarias mensuales dichos consumidores se vieron obligados a realizar pagos producto de los *swaps* firmados; lo peor de todo era que si estos prestamistas deseaban cancelar el contrato de *swap*, estaban obligados a pagar altas comisiones de cancelación que excedían los 10 mil euros¹⁴⁹. Todo ello

¹⁴⁷ Cervelló, J. M. (2008). *La Crisis Inmobiliaria en España: Causas, Efectos, Remedios*. Descargado de <http://cervello.blogs.ie.edu/2008/09/la-crisis-inmobiliaria-en-espana-causas-efectos-remedios.html>.

¹⁴⁸ Martínez, J. (2015). *Productos Tóxicos Bancarios II, Permutas Financieras: Los Swaps*. Aranzadi.

¹⁴⁹ Cuando el Euribor cayó, todos los contratos *swaps* comenzaron a ejecutarse y lógicamente, los prestamistas hipotecarios no tuvieron liquidez suficiente para cubrir todas sus operaciones. Actualmente estas comisiones de cancelación no deberían desviarse de los precios del mercado. En

demuestra la falta de ética de las entidades financieras y las malas prácticas bancarias que se llevaron a cabo.

En definitiva, podemos concluir que en el caso de España, los principales factores que desencadenaron la crisis hipotecaria fueron las malas prácticas bancarias y la ausencia de toda ética profesional. Claro ejemplo de ello fue la existencia de hipotecas vendidas junto con *swaps* de tasas de interés. Además, cabe añadir que si durante muchos años el mercado inmobiliario trajo consigo un gran crecimiento para el país, debido a la falta de ética y control de las entidades de crédito que emitieron los préstamos, dicho mercado *a posteriori* desencadenó en un incremento del endeudamiento de las familias españolas que tras la crisis, y el impago de las hipotecas, resultó en un caos en la economía española.

3.5 El Problema del Aumento de las Ejecuciones Hipotecarias

En España, hasta finales de 2007, los casos de ejecuciones por incumplimiento en el pago de los préstamos hipotecarios se mantuvieron relativamente bajos. Esto se debió, en primer lugar, al hecho de que la crisis financiera aún no había estallado en nuestro país, y en segundo lugar, al hecho de que los bancos habían llevado a cabo numerosas condonaciones de deudas previstas en la Ley Hipotecaria española aplicable en dicha fecha¹⁵⁰.

Sin embargo, a partir de finales de 2008 la situación económica en España empeoró, debido principalmente a la crisis financiera global y al desplome del mercado inmobiliario. A partir de ese momento, consecuencia de la crisis, los bancos comenzaron a sentir la presión de los reguladores nacionales e internacionales que exigían que las entidades financieras limpiase sus cuentas de balance; de esta manera comenzaron los casos de ejecución de hipotecas que incrementaron de manera sustancial a partir del año 2010¹⁵¹.

La crisis hipotecaria se agudizó en el año 2012, fruto de la crisis de las entidades financieras españolas, el aumento en las ejecuciones forzosas hipotecarias, los desalojos y numerosos suicidios motivados por dichos

mayo de 2015 la Audiencia Provincial de Las Palmas condenó al Banco Santander a pagar 1,5 millones de euros por cobrar comisiones implícitas en *swaps*.

¹⁵⁰ Rodríguez López, J. (2014). *Ejecuciones Hipotecarias. Un Año de la Ley 1/2013*. Descargado de <http://www.notariosyregistradores.com/doctrina/ARTICULOS/2014-ejecuciones-hipotecarias.htm>.

¹⁵¹ *Id.*

desahucios¹⁵². De acuerdo a datos estadísticos, se calcula que en 2013, el 6,5% de los clientes hipotecarios españoles dejaron de pagar sus deudas debido al desempleo imperante en el país, haciendo que los casos de ejecución de hipoteca creciesen vertiginosamente¹⁵³.

Por otra parte, la respuesta de los clientes hipotecarios y de los consumidores no se hizo esperar: se interpusieron numerosas reclamaciones por abuso en las cláusulas contractuales, que obtuvieron excelentes resultados sobre todo en el ámbito de la Unión Europea¹⁵⁴. En este contexto, dadas las dificultades que tuvieron los prestamistas hipotecarios para mantenerse al día en sus préstamos hipotecarios, el gobierno español llevó a cabo una serie de reformas que intentaban mitigar el impacto de la crisis financiera, a la vez que buscaban la protección de los clientes bancarios en situaciones más desfavorables. Estas nuevas normativas, que serán analizadas posteriormente en profundidad, pretendían evitar las ejecuciones hipotecarias de las viviendas de familias con menos recursos.

De acuerdo a la Plataforma de Afectados por la Hipoteca en España, el número de ejecuciones hipotecarias de las propiedades en España se incrementó de manera sustancial. Así, pasó de menos de 30.000 en el año 2007 a más de 93.000 en el año 2010¹⁵⁵. Desafortunadamente, en España, a diferencia de muchos otros países, de acuerdo a lo estipulado en el artículo 1.911 del Código Civil y en el artículo 105 de la Ley Hipotecaria, el deudor responde con todos sus bienes, presentes y futuros en caso de incumplimiento de sus obligaciones¹⁵⁶. Es decir, que resultado del incumplimiento del pago del préstamo hipotecario, cualquier diferencia existente entre el monto de la deuda y el precio de venta de la propiedad es responsabilidad del prestatario.

¹⁵² En 2102 la tasa de morosidad de hipotecas fue de 4,5%.

¹⁵³ De Barrón, I. y Jiménez, M. (2014, 12 de marzo). La Morosidad de Hipotecas se Dispara. *El País*. Descargado de http://economia.elpais.com/economia/2014/03/11/actualidad/1394570311_904024.html.

¹⁵⁴ Según la memoria de reclamaciones del Banco de España del año 2013, de las 34.645 reclamaciones presentadas, un 53,1% de las mismas corresponden a quejas sobre la cláusula suelo, lo que supone un total de 18.387. Véase también López, J.M. (2015). *Cláusula Suelo en los Préstamos Hipotecarios*. Bosch.

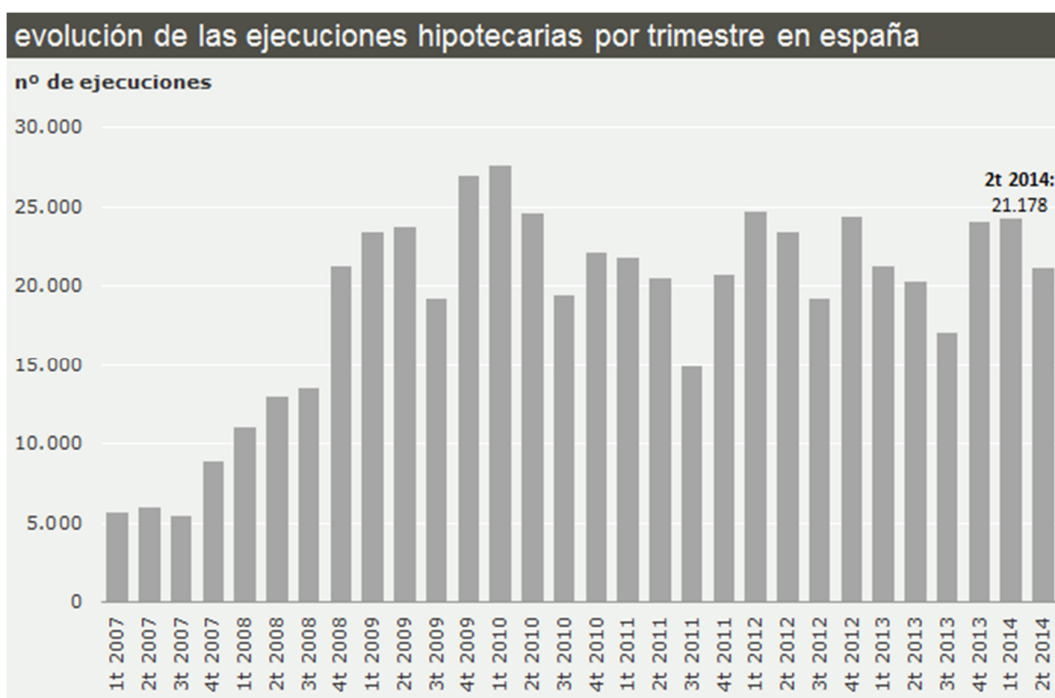
¹⁵⁵ Colau, A. y Alemany, A. (2013). *2007-2012: Retrospectiva sobre Desahucios y Ejecuciones Hipotecarias en España, Estadísticas Oficiales e Indicadores*. Descargado de <http://afectadosporlahipoteca.com/wp-content/uploads/2013/02/RETROSPECTIVA-SOBRE-DESAHUCIOS-Y-EJECUCIONES-HIPOTECARIAS-EN-ESPA%C3%91A-COLAUALEMANY1.pdf>.

¹⁵⁶ El artículo 1.911 del Código Civil señala “Del cumplimiento de las obligaciones responde el deudor con todos sus bienes, presentes y futuros”. El artículo 105 de la Ley Hipotecaria señala “La hipoteca podrá constituirse en garantía de toda clase de obligaciones y no alterará la responsabilidad personal ilimitada del deudor que establece el artículo mil novecientos once del Código Civil”.

Por otra parte, en la actualidad se han llevado a cabo numerosas reformas para la protección de los deudores hipotecarios como el Real Decreto Ley 8/2011, de 1 de julio, que aumenta concretamente el límite inembargable para los casos de subasta de vivienda habitual en procedimientos de ejecución directa o extrajudicial cuyo remate no hubiese sido suficiente para saldar la deuda. Sin embargo, la opción más ventajosa es la condonación de la deuda hipotecaria, lo cual ocurre en contadas ocasiones en la realidad española.

A continuación incluimos el gráfico 4 en donde se muestra la evolución de las ejecuciones hipotecarias, de manera trimestral, desde el 2007 hasta el 2014.

Gráfico 4. Evolución de las Ejecuciones Hipotecarias por Trimestre en España



Fuente: Consejo General del Poder Judicial

3.6 Reforma Forzosa de la Normativa Hipotecaria en España

Como indicamos previamente, la crisis económica española de 2008 a 2012 estuvo íntimamente relacionada con la crisis inmobiliaria. Como resultado, cuando estalló la crisis hubo un incremento dramático en el número de ejecuciones hipotecarias que dieron lugar a innumerables desahucios. En el periodo de 2007 a 2012, el número de

desahucios en España aumentó hasta 400.000. Este hecho, junto con una serie de suicidios de los propietarios de viviendas, instó al Consejo General del Poder Judicial a la modificación de la normativa para evitar el abuso en los desalojos y la corrupción.

Como decíamos anteriormente, una característica propia del mercado hipotecario español es que, al contrario de la mayoría de los Estados Miembros, el prestatario hipotecario que incumple con sus pagos y cuya propiedad es adjudicada judicialmente sigue siendo responsable por la diferencia existente entre el monto de la deuda al momento del incumplimiento y el precio de venta de la propiedad. Por otro lado, durante la época anterior a la crisis, las entidades bancarias que emitieron los préstamos hipotecarios no respetaron las buenas prácticas bancarias e incluyeron cláusulas abusivas que resultaron ser muy perjudiciales para sus clientes. Por último, resultado de la crisis y del aumento del número de ejecuciones, se detectaron graves problemas en el procedimiento de ejecuciones hipotecarias español.

La normativa española fue particularmente muy criticada por las instituciones y el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, que tomó decisiones en contra de la normativa hipotecaria española¹⁵⁷. Específicamente, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea decretó inadmisibles la introducción de cláusulas consideradas abusivas en los contratos de préstamos hipotecarios establecidas por las entidades bancarias españolas que permitían que en caso de incumplimiento se llevase a cabo una ejecución forzosa de desalojo. Esta decisión fue consecuencia de la demanda presentada por Mohamed Aziz contra la entidad bancaria *Catalunyacaixa* después de que a este se le expulsara de manera forzosa de su vivienda en el año 2011¹⁵⁸.

Por todo ello, el gobierno español se vio obligado a reformar la Ley Hipotecaria Española para adaptar esta decisión del Tribunal de Justicia de la Unión Europea. Además de las reformas bancarias, durante esos mismos años, debido a la crisis financiera se produjeron numerosas fusiones de bancos, rescates gubernamentales y numerosas nacionalizaciones de las cajas de ahorros que hicieron temblar a la ciudadanía española. Como resultado, el gobierno español aprobó el Real Decreto-Ley 27/2012, de 15 de noviembre, de medidas urgentes para reforzar la protección a

¹⁵⁷ Véase Tribunal de Justicia de la Unión Europea, nota de prensa No. 30/13, del 14 de marzo de 2013. Descargado de <http://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2013-03/cp130030es.pdf>.

¹⁵⁸ Gubern, A. (2003, 15 de marzo). *El Hombre que Cambió la Ley Hipotecaria en España*. ABC. Descargado de <http://www.abc.es/economia/20130315/abci-mohamed-aziz-hipoteca-201303142222.html>.

los deudores hipotecarios. Dicho decreto estableció una moratoria de hasta dos años para que se procediese a la ejecución hipotecaria en caso de personas y familias especialmente vulnerables y la creación de un parque de vivienda de alquiler para desahuciados. El mayor inconveniente fue que estas medidas no tuvieron efectos retroactivos, lo que ocasionó una ejecución ineficiente de la solución propuesta en la normativa.

A pesar de todos estos esfuerzos, el 14 de marzo de 2013, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea dictaminó de nuevo que las leyes españolas sobre desahucios no garantizaban la protección de los ciudadanos frente a las cláusulas abusivas de los préstamos hipotecarios. De acuerdo con el Tribunal, la normativa hipotecaria española vulneraba en concreto la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores. Esta decisión contenida en la sentencia del tribunal europeo de Luxemburgo se dictó en respuesta a una cuestión presentada por el Juzgado Mercantil de Barcelona, por el Ilmo. Sr. D. José María Fernández Seijo, a instancias de D. Dionisio Moreno, abogado defensor del caso Mohamed Aziz, ante la imposibilidad de paralizar un desahucio en la legislación española. De acuerdo con esta sentencia, los desahucios deberían paralizarse por un juez en cumplimiento de la normativa comunitaria Directiva 93/13/CEE del Consejo mencionada anteriormente¹⁵⁹.

El Tribunal de Justicia de la Unión Europea fue inclusive más allá, y en sentencia del jueves 17 de julio de 2014, declaró que las reformas de la Ley Hipotecaria aprobada por el gobierno español vulneraban los derechos humanos. Concretamente, el Tribunal entendió que dicha ley es contraria al artículo 47 de la Carta de Derechos Fundamentales de la Unión Europea, en materia relativa al derecho de tutela judicial efectiva, ya que no suspender el procedimiento hipotecario en caso de demanda ante un juzgado de lo mercantil es contrario al derecho comunitario¹⁶⁰.

Por todo ello, podemos decir que el gobierno español se ha visto obligado a actualizar la normativa hipotecaria y a acatar las decisiones adversas provenientes

¹⁵⁹ Véase el texto completo de la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993 en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0013:es:HTML>.

¹⁶⁰ Véase el texto completo de la Carta de Derechos Fundamentales de la Unión Europea en http://www.europarl.europa.eu/charter/pdf/text_es.pdf.

del Tribunal. Solo falta ver cuál será el futuro modelo de la Ley Hipotecaria después de la crisis.

3.7 La Crisis Fiscal y la Crisis Bancaria, Otros Problemas en España

Conocido por todos, uno de los principales problemas de la economía española al igual que la de otros países desarrollados es la evasión fiscal. Además de los efectos de la crisis financiera global, la crisis financiera en Europa estuvo íntimamente relacionada con problemas de evasión fiscal. En este sentido, las respuestas políticas tuvieron necesariamente que abordar la crisis financiera desde el punto de vista de la prevención y lucha contra el fraude fiscal. En una entrevista a Arcadi Oliveres, profesor de Economía en la *Universitat Autònoma* de Barcelona y presidente de *Justícia i Pau*, se le preguntaba sobre la posibilidad de proteger a los más de cinco millones de españoles desempleados que la reciente crisis había dejado, dándoles prestaciones de paro o prestaciones sociales. El profesor lo tenía claro, en España, *“si tan solo fuésemos capaz de evaluar el fraude fiscal, que de acuerdo a sus cálculos alcanza los 92.000 millones de euros, y se lo devolviésemos a esos cinco millones de parados a cada uno le correspondería una buena parte”*¹⁶¹. Asimismo, el profesor también habló de la necesidad de controlar las grandes fortunas y su evasión fiscal. Así, el profesor explicó que ante la reciente crisis financiera, las primeras medidas que España debería tomar en contra de una crisis de origen fiscal deben ser, valga la redundancia, medidas fiscales¹⁶².

Otro tema, que a mediados de la crisis se debatió como prioridad, fue la crisis bancaria en España y la de las entidades financieras. En este contexto, una de las posibilidades que se contempló fue la posibilidad de nacionalizar los bancos españoles a los que España acabó dando dinero como ya lo habían hecho tanto Inglaterra como Estados Unidos. Específicamente, y como más tarde abordaremos en mayor detalle, el gobierno se vio obligado a llevar a cabo una reforma financiera de las entidades bancarias y de las cajas de ahorro; especialmente después del

¹⁶¹ Nogueras, Q. (2013, 17 de enero). El Retorno al Equilibrio: Parte 3 – Recursos Naturales. Entrevista al profesor Arcadi Oliveres. *Con Ojos de Gata*. Descargado de <https://conojosdegata.wordpress.com/2013/01/17/el-retorno-al-equilibrio-parte-3-recursos-naturales/>.

¹⁶² *Id.*

escandaloso rescate del gobierno español de numerosas cajas de ahorro, entre las que se encuentra la Caja Castilla-La Mancha, donde el gobierno español invirtió 3.400 millones de euros en rescatarla¹⁶³.

Lo cierto es que España, en aquel entonces la cuarta economía de la zona euro, pasó de un crecimiento estable a un estancamiento. En 2007 la economía española aun creció un 3,8%¹⁶⁴, mientras que en 2008 la economía cayó un 0,8%¹⁶⁵. Desde ese mismo año llegaría el reconocimiento oficial de una crisis que *a posteriori* amenazaría y haría temblar las estructuras y pilares de un país cuyos ciudadanos se vieron de la noche a la mañana asfixiados, mientras que los balances de los bancos y cajas de ahorros comenzaron a disminuir de forma estrepitosa. Esto causó un auténtico caos en el sistema financiero español en su conjunto, el mercado inmobiliario y la solvencia del país al completo.

Finalmente, a modo de conclusión de estos dos últimos capítulos podemos resaltar las dos principales diferencias en la gestión de Estados Unidos y España de las crisis acaecidas en dichos países:

- La rapidez de actuación mostrada por los políticos estadounidenses ante los primeros signos de aparición de la crisis financiera en comparación con la pasividad de los políticos españoles, quienes negaron la existencia de una crisis durante demasiado tiempo, limitando su capacidad de actuación.
- La capacidad financiera de Estados Unidos para llevar a cabo un “autorrescate”, es decir, la capacidad del país para vender su propia deuda a terceros, incluyendo gobiernos extranjeros y empresas privadas, logrando con ello la financiación necesaria para afrontar la crisis financiera. Ello implicó, sin embargo, que el gobierno estadounidense accediese a endeudarse tanto con terceros países como China o Japón a través de la venta de deuda nacional propia, endeudando igualmente a los

¹⁶³ Esta cantidad equivalía a 2,5 veces lo que el gobierno español había ahorrado con su decisión de no subir las pensiones. Véase Navarro, J. (2011, 17 de agosto). Arcadi Oliveres: “El Movimiento 15-M no Debería Constituirse Nunca en un partido Político”. Entrevista al profesor Arcadi Oliveres. *Revista Rambla*. Descargado de <http://www.revistarambla.com/v1/sociedad/entrevistas/721-arcadi-oliveres-el-movimiento-15-m-no-deberia-constituirse-nunca-en-un-partido-politico>.

¹⁶⁴ Bolaños, A. (2008, 15 de febrero). España Lideró en 2007 el Crecimiento Económico Entre los Países Avanzados. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/2008/02/15/economia/1203030002_850215.html.

¹⁶⁵ El País (2009, 28 de enero). *La Economía Española Entra en Recesión por la Caída del Consumo*. Descargado de http://economia.elpais.com/economia/2009/01/28/actualidad/1233131577_850215.html.

contribuyentes estadounidenses para rescatar grandes corporaciones y entidades financieras que hasta hacía poco habían disfrutado de un gran regocijo económico.

Al contrario, en España no podemos hablar de un “autorrescate” ya que para afrontar la crisis se necesitó la ayuda por parte de organismos internacionales y dinero proveniente de las instituciones de la Unión Europea y del FMI, que establecieron las normas del rescate.

Por otra parte, existieron las siguientes similitudes en cuanto a la gestión de las respectivas crisis por ambos países:

- Se llevaron a cabo unas reformas completas y profundas de sus respectivos sistemas financieros. Para ello, decidieron incluir en la nueva normativa las recomendaciones y los enfoques efectivos propuestos por organismos internacionales como la Unión Europea y el G20 en materia de protección del consumidor financiero. Además, cooperaron y permitieron que organismos como el FMI y el Banco Mundial guiasen sus políticas de actuación respecto a la crisis.
- Se comprometieron a desarrollar nuevos y mejores mecanismos de control y supervisión financieros que ayudasen a preservar la estabilidad en el mercado.
- Se vieron obligados a establecer un nuevo sistema normativo financiero capaz de reflejar y proponer una solución real a los problemas de mayor importancia; tomando en consideración la necesidad de una mayor protección del consumidor financiero.

4. Estudio Comparado entre la Crisis en Estados Unidos y España

4.1 Introducción

Como explicamos en el primer capítulo, parece que dada la interconexión de los mercados internacionales, la crisis financiera estadounidense se propagó rápidamente en el continente europeo. Y, aun cuando esta no ha sido la primera vez que se produce una crisis financiera global de gran alcance, ninguna otra crisis financiera había logrado que líderes de las principales potencias del mundo trabajasen y se pusiesen de acuerdo rápidamente en relación con los principios y las bases financieras que debían ser reformados para el mantenimiento de la estabilidad financiera global.

Esto no quita, sin embargo, que cada gobierno debió implementar medidas que se ajustasen a la realidad social, política y económica de cada país. En el caso de la Unión Europea, como pudimos ver en el capítulo anterior, esto siempre se torna delicado puesto que a pesar de la integración de los mercados financieros y la tendencia a la unificación de la regulación de los sistemas financieros, numerosos países se muestran aún reticentes a aceptar la imposición de medidas que no resulten ser en muchos casos beneficiosas para las economías nacionales. Por ello, uno de los mayores retos es la implementación de manera conjunta de las diferentes normas de control y supervisión financieras de las principales entidades nacionales.

En este capítulo, analizamos el rol de los bancos centrales y de las políticas monetarias en la reciente crisis financiera. Por otra parte, abordamos un estudio comparado de las causas que originaron la crisis en Estados Unidos y España, y la crisis que sufrió Japón en los 90's. Esta comparación nos lleva a reiterar que aun cuando las crisis actuales globales surjan y tengan factores causantes *a priori* muy similares, la realidad social y los problemas económicos de cada una de las naciones hace que abordar dichas crisis y paliar sus efectos sea una labor muy distante de la solución uniforme que pudiésemos proponer. Por ello, es fundamental conocer la realidad de cada uno de los países al inicio y después de la crisis.

4.2 Antecedentes Históricos de la Creación y el Rol de los Bancos Centrales

Es útil considerar de qué forma los bancos centrales y la regulación bancaria se convirtieron en piezas fundamentales para la prevención del riesgo sistémico a lo largo de la historia, así como el papel que estos han jugado en las diferentes crisis financieras.

Los bancos centrales fueron inicialmente fundados con una serie de propósitos bastante diversos¹⁶⁶. El primer banco central que llevó a cabo funciones importantes fue el Banco de Suecia. Fundado en 1656, el banco de Suecia destacó por el uso de un método principal de intercambio y de pago muy particular, el cual no fue el dinero tal como lo entendemos hoy, sino el cobre. Sin embargo, ese método no tuvo un buen resultado por la dificultad del acceso a este mineral. Para aliviar el problema, este banco se convirtió en el primer banco central en emitir pagarés bancarios.

Otro dato curioso acerca del inicio y del rol de los bancos centrales es el caso del Banco de Inglaterra, el cual fue fundado en 1694 con el objetivo principal de recaudar dinero para luchar contra los franceses¹⁶⁷. En este sentido, algunos historiadores argumentan que fue la capacidad de financiación de los británicos lo que los hizo superiores y les permitió continuamente derrotar a los franceses durante todo el siglo XVIII, a pesar del hecho de que la población de Francia era tres veces mayor la de Gran Bretaña¹⁶⁸.

Ya en el siglo XIX, el enfoque de los bancos centrales cambió. El rol de los bancos centrales se transformó y su objetivo principal fue el de conseguir la estabilidad del sistema financiero. Esto fue así hasta que su papel se convirtió en la eliminación de las crisis. El Banco de Inglaterra fue de nuevo particularmente importante en este sentido, siendo así la última crisis sistémica en Inglaterra la conocida como crisis *Overend y Gurney* en 1866¹⁶⁹. Durante esta crisis, el Banco de

¹⁶⁶ Archer, D. y Moser-Boehm, P. (2013). *Las Finanzas de los Bancos Centrales, Banco de Pagos Internacionales*, pp. 7-8. Descargado de http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap71_es.pdf.

¹⁶⁷ Morales, J.M. (2012, 19 de diciembre). Historia de la Banca y de los Bancos Centrales, *malestarcidudano.com*. Descargado de <http://malestarcidudano.com/2012/12/19/historia-de-la-banca-y-de-los-bancos-centrales/>.

¹⁶⁸ Conaghan, D. (2012). *The Bank: Inside the Bank of England*. Biteback.

¹⁶⁹ Flandreau, M. y Ugolini, S. (2015). The Crisis of 1866. *Graduate Institute of Geneva*. Descargado de http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/international_economics/shared/international_economics/publications/working%20papers/2014/HEIDWP10-2014.pdf.

Inglaterra logró evitar desastrosos efectos de esta crisis gracias a la manipulación de los tipos de intereses de descuento¹⁷⁰. Las técnicas utilizadas por el Banco de Inglaterra se extendieron a otros países y las crisis financieras en Europa se convirtieron en algo relativamente poco frecuente durante todo ese siglo¹⁷¹.

La experiencia de los Estados Unidos en este aspecto fue muy diferente. En el discurso emitido por el presidente John Quincy Adams en la reunión de fin de año con los Estados de la Unión, él mismo describía su preocupación por la creación de un banco central con demasiados poderes: “El poder para hacer el bien es también poder para hacer el mal, incluso en manos de la omnipotencia”¹⁷². Esta cita resume la desconfianza americana de un poder centralizado de cualquier tipo. De hecho, desde 1836 hasta 1914, los Estados Unidos no tuvieron un banco central, pero sí muchas crisis financieras, con un promedio de una crisis cada 10 años¹⁷³. Estas crisis fueron generalmente seguidas por periodos de recesiones.

Es interesante observar que a pesar de los costos reales de las recesiones, Estados Unidos consiguió buenos resultados en relación con otros países. En 1870, por ejemplo, el país tenía un PIB per cápita no muy diferente al de Francia y Holanda, pero significativamente por debajo del Reino Unido; sin embargo, en 1914 los superó a todos ellos¹⁷⁴. Aunque hay muchas explicaciones para este logro, es importante entender que el sistema financiero de los Estados Unidos era y es un sistema que permite asumir grandes riesgos y esto se manifiesta también en grandes crisis o en un rápido crecimiento.

Pero fue la gravedad de la crisis de 1907 y la profundidad de la recesión que le siguió lo que volvió a encender el debate sobre si Estados Unidos debía tener un banco central¹⁷⁵. Y fue así como en 1913 se creó el Sistema de la Reserva Federal,

¹⁷⁰ *Id.*

¹⁷¹ *Id.*

¹⁷² Adams, J. (2001). *Writings of John Quincy Adams: Volume 1: 1779-1796*. Adamant Media Corporation.

¹⁷³ The Economist (2015, 29 de Agosto). *The Slumps That Shaped Modern Finance*. Descargado de <http://www.economist.com/news/essays/21600451-finance-not-merely-prone-crises-it-shaped-them-five-historical-crises-show-how-aspects-today-s-fina>.

¹⁷⁴ Frankema, E., Wotjer, P. y Smits, J.P (2013). *Changing Economic Leadership, A New Benchmark of Sector Productivity in the United States and Western Europe, ca. 1910*. Tijdschrift Voor Sociale en Economische Geschiedenis, 10, Núm. 3, p. 83. Descargado de http://www.ewoutfrankema.com/media/publications/2013/Changing_Economic_Leadership.TSEG2013.pdf.

¹⁷⁵ Aarhun, S. (2012, 31 de abril). *The U.S. Central Banking Debate: Lessons Learned From 1791 to Guide Today's Discourse*, p. 48. Descargado de https://repository.library.georgetown.edu/bitstream/handle/10822/557663/Aarhun_georgetown_0076_M_11592.pdf?sequence=1.

que comenzó a operar en 1914. Sin embargo, la desconfianza en el poder federal centralizado tal como reflejaba la declaración John Quincy Adams persistió y, como resultado, la organización del Sistema de la Reserva Federal se diferenció de la de un banco central tradicional, como por ejemplo la del Banco de Inglaterra.

En este sentido, la FED se creó con una estructura regional y descentralizada con poder de decisión. Sin embargo, lo más significativo es que durante los años posteriores a su creación no logró prevenir las crisis bancarias.

4.3 Análisis Comparado de las Causas y Consecuencias de las Crisis Financieras

El origen de las respectivas crisis financieras fue similar en Estados Unidos y España. Esta semejanza se vio reflejada en los factores causantes de dichas crisis económicas, como son: la falta de regulación y supervisión por parte de las principales entidades nacionales e internacionales¹⁷⁶, la burbuja inmobiliaria, y la elevada tasa de inflación. Por otra parte, las principales consecuencias fueron el cese de la expansión económica, la crisis del crédito en el sector financiero, el alto índice de desempleo, el derrumbe de las bolsas, y el colapso de los mercados mundiales. A continuación analizaremos cada uno de ellos, a excepción de la falta de regulación y supervisión, los cuales serán analizados con más detalle en el capítulo siguiente.

4.3.1 La Burbuja Inmobiliaria como *Leading Cause* del Colapso Financiero

Una de las causas principales de la crisis económica tanto de la estadounidense como de la española fue la burbuja inmobiliaria¹⁷⁷. Se habla de burbuja económica cuando

¹⁷⁶ A modo de información, en relación con los órganos de supervisión, en España se incluyen el Banco de España (BE), la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Dirección General de Seguros y fondos de Pensiones (DGSFP). En Europa existen organismos de esta naturaleza como *European Security and Markets Authority* (ESMA), *European Banking Authority* (EBA), *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA). Y en Estados Unidos también existen multiplicidad de organismos encargados de la supervisión como la *Federal Reserve System* (FED), *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC), y *Office of Thrift Supervision* (OTS), entre otros.

¹⁷⁷ Ferguson, N. (2009). *El Triunfo del Dinero*. Random House Mondadori, S.A. Descargado de <http://www.serlib.com/pdflibros/9788483068137.pdf>.

el valor de mercado o cotización de un bien es elevado en comparación con su valor real¹⁷⁸.

Todas las burbujas tienen un patrón altamente definido pues suelen seguir una serie de fases¹⁷⁹:

- En primer lugar, se produce un hecho o un cambio objetivo, ofreciendo la posibilidad que empresas y particulares vean mejorada su situación.
- En segundo lugar, esa posibilidad de mejora se hace efectiva provocando un aumento de beneficios, y en ocasiones, altas subidas en las cotizaciones del precio del bien.
- En tercer lugar, al ser la expectativa tan buena, nuevos inversores se ven atraídos, así como personas que ven una oportunidad de hacer mucho dinero.
- En cuarto lugar, las personas con conocimientos dentro del sistema (*insiders*), comienzan a apreciar que el valor de los respectivos bienes no se corresponde con el valor real que deberían tener, y ante ello, venden los respectivos valores para obtener el máximo de beneficios posible.
- Por último, en quinto lugar, las personas que no tenían tantos conocimientos, y que estuvieron dentro del sistema porque vieron una oportunidad fácil de hacer dinero (*outsiders*) ven como su inversión no para de ocasionarle pérdidas (bien efectiva, bien valorativa), y ante ello, deciden huir, deshaciéndose de sus bienes. Y ahí, exactamente es donde termina por explotar una burbuja.

Pues bien, esto es lo que ocurrió exactamente con el sector inmobiliario en España y en Estados Unidos. Sin embargo, el caso español es algo particular, puesto que la situación resultó ser mucho más grave de lo previsto, afectando de una forma exacerbada nuestros indicadores económicos, como es el caso de la tasa de desempleo que llegó a alcanzar el 27,16%¹⁸⁰ en el primer trimestre de 2013.

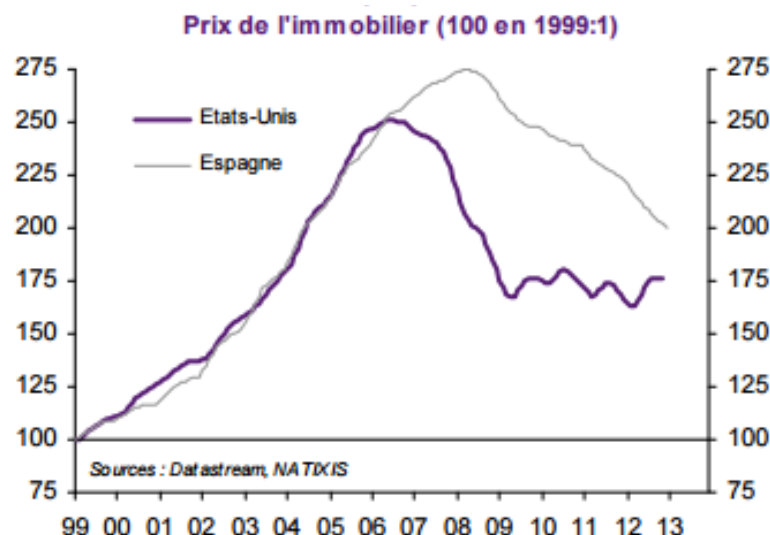
En el gráfico siguiente vemos perfectamente el desarrollo de la burbuja inmobiliaria tanto en España como en Estados Unidos:

¹⁷⁸ *Id.*

¹⁷⁹ *Id.*

¹⁸⁰ Instituto Nacional de Estadística (2013, 25 de abril). *Encuesta de Población Activa (EPA) Primer Trimestre de 2013*. Descargado de <http://www.ine.es/daco/daco42/daco4211/epa0113.pdf>.

Gráfico 5. Precio del Mercado Inmobiliario (1999-2013)



Fuente: Natixis

En general, una burbuja rara vez será detectada antes de que explote, y como era de esperar, en España ocurrió lo mismo. No fue sino hasta agosto de 2007 que realmente empezaron a escucharse voces y a ver fantasmas de lo que se venía encima. Esta concepción se vio respaldada en el año 2008 con una caída mayor del 32% en la compraventa de viviendas y en la contratación de hipotecas¹⁸¹. Un dato significativo de la situación del mercado hipotecario fue la presentación del concurso de acreedores voluntario presentado el 15 de julio de 2008 por la inmobiliaria Martinsa-Fadesa, la primera inmobiliaria cotizada en España. En ese momento, la deuda que tenía esta empresa ascendía a 7.000 millones de euros, con un estimado plazo de devolución hasta el año 2022. Dicha empresa no salió de este concurso sino hasta marzo de 2011¹⁸².

A pesar de ello, la pregunta que tanto en España como en el resto del mundo hasta ahora se plantean es ¿cómo es posible que nadie lo advirtiera? Pero lo cierto es que muchos economistas y expertos, en los años 2002 y 2003, sí lo habían

¹⁸¹ El Mundo (2009, 5 de marzo). *La Compraventa de Viviendas Cayó un 32,6% en 2008, hasta 544.464 Operaciones*. Descargado de <http://www.elmundo.es/elmundo/2009/03/05/suvivienda/1236245827.html>.

¹⁸² Cabe indicar que el 09 de abril de 2015, el Juzgado de lo Mercantil número uno de La Coruña confirmó la disolución de Martinsa-Fadesa.

advertido. Es más, en el año 2006, el propio Banco de España habló en uno de sus informes de “sobrevaloración”, “aumento de precios” y “especulación”¹⁸³. Entonces, ¿por qué nadie atendió las denuncias? Pues la respuesta es bastante obvia: intereses particulares.

La época de bonanza que se produjo con motivo de esta burbuja fue suficiente para tapar cualquier tipo de denuncia contra el crecimiento “sólido” de la economía. Los sobornos, las omisiones y los regalos que se produjeron por ejemplo en España, durante la época de creación de la burbuja, y que aún ahora siguen destapándose, estuvieron muy extendidos. Un claro ejemplo fue la recalificación de terrenos¹⁸⁴. En este periodo, se gestó muchísimo capital en términos urbanísticos, que con el paso de los años han ido viendo la luz. La falta de verdad arrojada por los medios informativos así como el poco esfuerzo político y de investigación ahogaron cualquier tipo de demanda con respecto a este asunto.

Sin embargo, esta burbuja no pudo haberse producido solo por las constructoras. El sector político, los consumidores, los bancos, todos tuvieron culpa. Entre todos crearon las condiciones idóneas para tal burbuja. Además, como veremos a continuación, se aprovecharon de las lagunas legislativas y de los instrumentos administrativos necesarios para que esto se produjese. En el caso de los bancos y entidades de créditos en España, al igual que en Estados Unidos, estos hicieron un defectuoso control del riesgo de impago, lo que permitió una facilidad abrumadora en la concesión de créditos e hipotecas. Por otro lado, el BE no ejerció su función de debida vigilancia del mercado como se esperaba de él. Y por último, las políticas expansivas de crédito, dieron rienda suelta y permitieron que el dinero entrase en abundancia a los bancos.

Nadie duda de que estos sucesos han sido los detonantes de la burbuja inmobiliaria, aunque no puede negarse que existen otra serie de factores que también han facilitado su creación y desarrollo: fuerte inmigración, intereses bajos, legislación favorable en la compra de viviendas, sobrevaloración de los propios activos inmobiliarios, tradición de compra de vivienda, etc. En conclusión, un fenómeno de tanta trascendencia como este, nunca puede ser explicado con un par de sucesos

¹⁸³ Ayuso, J. y Restoy, F. (2006). *El Precio de la Vivienda en España: ¿Es Robusta la Evidencia de Desvalorización?*. Banco de España: Boletín Económico, Junio 2006. Descargado de <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/06/Jun/Fich/art4.pdf>.

¹⁸⁴ Terrenos que pasaron a calificarse urbanísticamente como “urbanizables”.

puntuales.

4.3.2 La Inflación

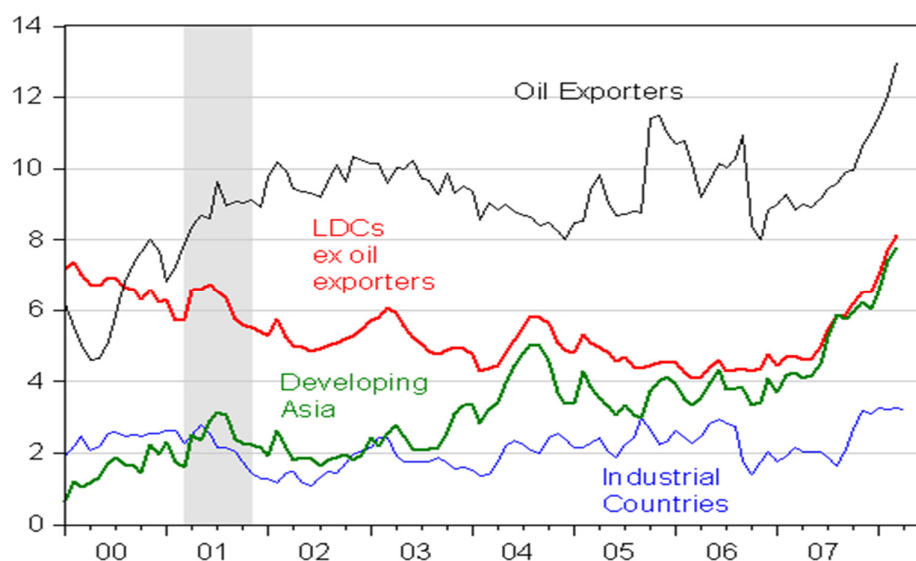
Un indicador macroeconómico que debemos tener en cuenta por su particular impacto en cualquier tipo de crisis es la inflación. Por inflación entendemos el incremento generalizado y sostenido de los precios de bienes y servicios con relación a una moneda durante un período de tiempo determinado. Es bastante representativo tanto al inicio de la crisis como en su estallido. El dato que se dio a conocer en febrero de 2008 referente a la inflación a nivel mundial establecía que la inflación había llegado a niveles históricos debido, entre otras cosas, al incremento de los precios de determinadas materias primas como el petróleo y de la comida¹⁸⁵.

En el gráfico que mostramos a continuación, podemos ver las diferentes tasas de inflación desde el año 2000 hasta el año 2007, en los países exportadores de petróleo (*Oil Exporters*), en los países menos desarrollados (*Least Developed Countries* o LCD por sus siglas en inglés), en las economías emergentes asiáticas (*Developing Asia*) y en los países industrializados (*Industrial Countries*)¹⁸⁶.

¹⁸⁵ Reuters (2011, 20 de noviembre). *Cronología-La Crisis Económica en España*. Descargado de <http://lta.reuters.com/article/idLTASIE7AJ01620111120?pageNumber=2&virtualBrandChannel=0>.

¹⁸⁶ A mediados de 2008, los datos del FMI indicaban que la inflación se hallaba en máximos en los países exportadores de petróleo, debido al aumento de las reservas de divisas extranjeras, aunque también sorprendentemente en muchos países subdesarrollados.

Gráfico 6. Tasas de Inflación



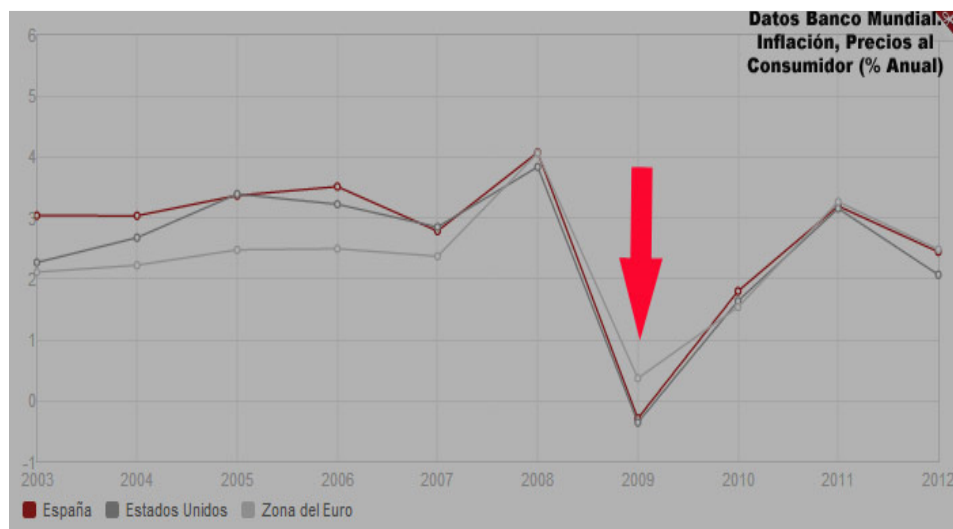
Fuente: Facultad de Economía de Harvard

Una vez que estalló la crisis de forma oficial, aproximadamente a lo largo del año 2008, el problema fue precisamente la situación contraria: el panorama económico apuntaba a la deflación—entendida como la caída generalizada del nivel de los precios de bienes y servicios de una economía. Esto llevó a la FED a situar el tipo de interés en prácticamente en 0%¹⁸⁷. Así también ocurrió en España, donde la inflación en términos porcentuales referidos al Índice de Precios al Consumo (IPC), descendió en el año 2009 un 0,3% y un 0,4%, respectivamente, según datos del Banco Mundial¹⁸⁸, mientras que la Zona Euro aumentó un 0,4% como observamos en el gráfico siguiente:

¹⁸⁷ Pozzi, S. (2008, 17 de diciembre). EEUU baja los tipos de interés casi al 0%. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/2008/12/17/economia/1229468401_850215.html.

¹⁸⁸ Banco Mundial (2015). *Inflación, Precios al Consumidor (% anual)*. Descargado de <http://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG/countries/ES-US-XC?display=graph>

Gráfico 7. Índices de Precios al Consumidor (2003-2012)

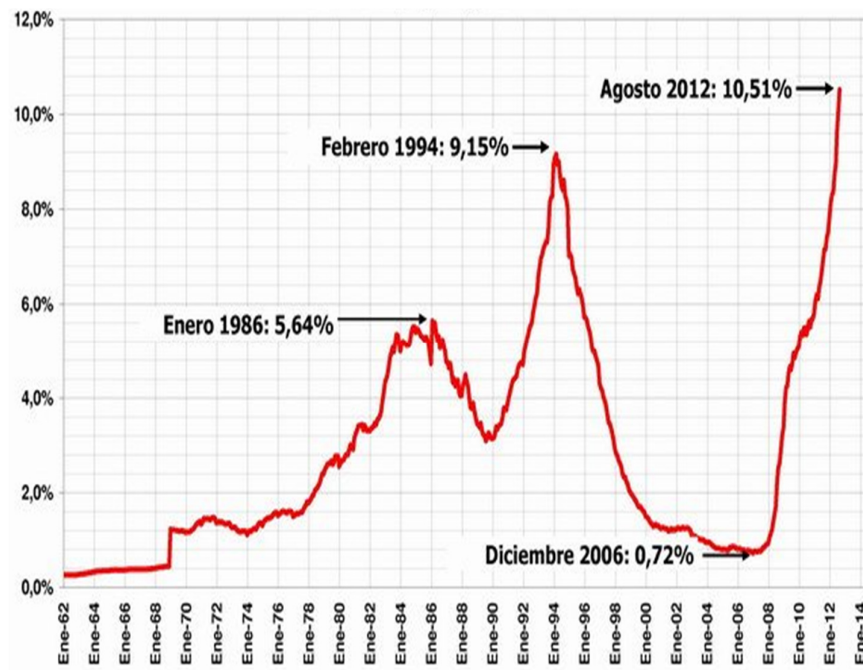


Fuente: Banco Mundial

4.3.3 El Cese de la Expansión Económica y la Crisis del Crédito en el Sector Bancario

En cuanto a las consecuencias de las crisis financieras, podríamos indicar que el cese de la expansión económica y la crisis del crédito en el sector bancario se constituyeron como las primeras señales de la existencia de un cambio drástico en la economía. Aun cuando la expansión crediticia ayudó a impulsar la inversión (que es uno de los componentes vitales de la demanda agregada), en el contexto de los años 2001-2007 este crédito no era un crédito limpio o *clean-sheet* sino que se trataba de un crédito fuertemente aprisionado por la burbuja inmobiliaria, lo que provocó que una vez reventase dicha burbuja se desarrollase la morosidad, la cual podemos ver en el siguiente gráfico que muestra la evolución anual de la tasa de morosidad.

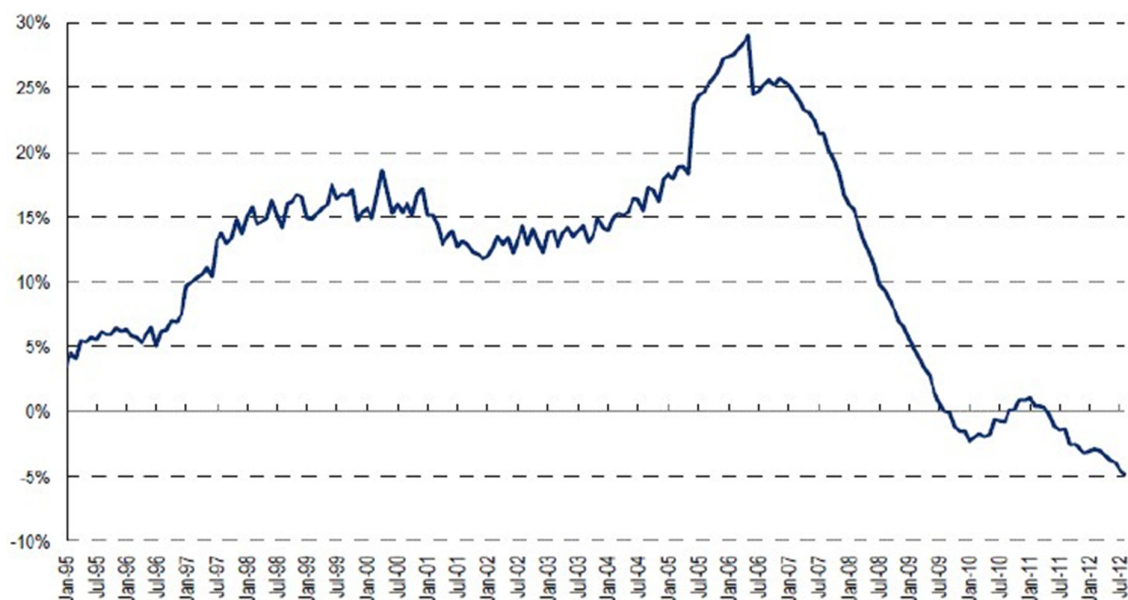
Gráfico 8. Tasa de Morosidad (1995-2012)



Fuente: El Blog Salmón

Por otra parte, debemos anotar que desde 1990 hasta 2007 el crédito al sector privado creció. En parte, gracias al carácter expansivo de la economía y a fenómenos como la globalización o la interconexión de mercados. Sin embargo, como podemos analizar en el siguiente gráfico la evolución crediticia en España no fue siempre ascendente o constante. Además se aprecia la evolución del nivel de crédito desde 1995 hasta 2012, con una clara tendencia a la baja desde enero de 2006.

Gráfico 9. Nivel de Crédito (1962-2012)



Fuente: Rankia.com

Por otra parte, a consecuencia de la morosidad, los tipos de interés se vieron afectados dentro de la política expansiva llevadas a cabo por los Bancos Centrales (BCE, FED, Suiza, Canadá y Suecia) que se vieron desconcertados para dotar de liquidez al sistema financiero.

Los dos gráficos siguientes muestran la evolución de dos de los tipos de interés por referencia (EURIBOR y EONIA), los cuales marcan el coste de financiación o coste hipotecario, entre otros. Como se evidencia en dichos gráficos, es a partir de 2008 cuando los tipos de interés empezaron a caer fruto del comienzo de la contracción de la economía.

Gráfico 10. Tipo de Interés Interbancario (EURIBOR)

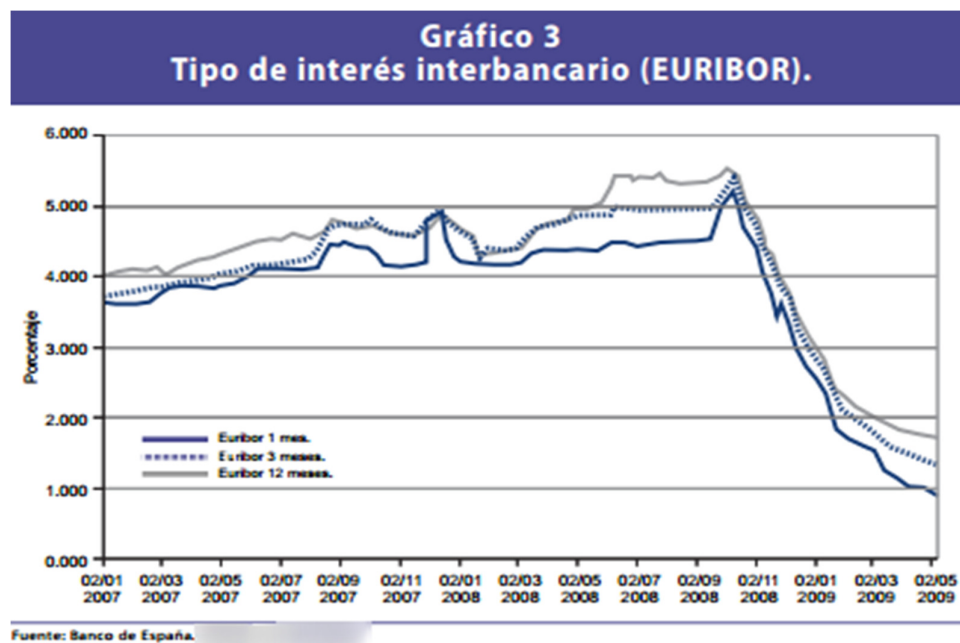
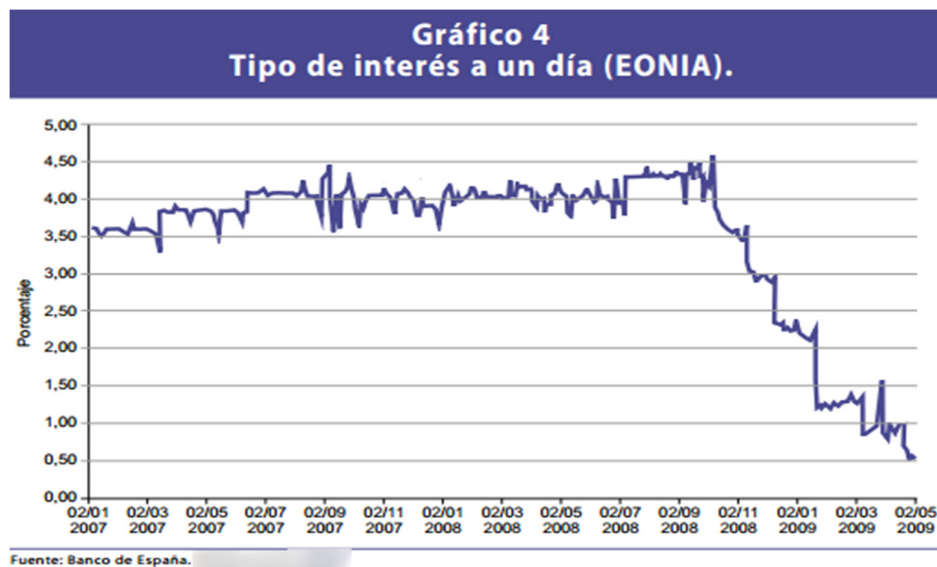


Gráfico 11. Tipo de Interés a un Día (EONIA)



En definitiva, la disminución del crédito tuvo dos claras consecuencias: la reducción del número de transacciones en los mercados y la reforma de la política

monetaria, con la consiguiente disminución de los tipos de intereses. Sin embargo, debido a la crisis financiera, la tasa de morosidad se vio incrementada a niveles excesivos.

A pesar de los malos resultados cosechados y las consecuencias catastróficas de los últimos siete años, tanto España como Estados Unidos le deben mucho a las políticas expansivas. Por lo que, las medidas de corrección del mercado inmobiliario y las reformas legislativas del sistema financiero también deben tomar en consideración las políticas de crecimiento. Lo que se busca, pues, es el aumento de la productividad y del crédito de una manera responsable, en armonía con la transparencia del mercado y la protección del consumidor.

4.3.4 El Desempleo

Otro tipo de consecuencia producto de las crisis financieras es el desempleo. A finales de 2008, en Europa, el Director de la OCDE, Stefano Scarpetta, ya advertía en Bruselas que el área OCDE había entrado en recesión. Reconocía además, que las condiciones de los mercados de trabajo venían “deteriorándose”¹⁸⁹. Así de sutilmente fue como el Director de la OCDE trató el tema de la desaceleración de la actividad económica, la cual ya había empezado con anterioridad en los Estados Unidos, y tendría un impacto en nuestras principales economías¹⁹⁰.

En Estados Unidos la tasa de desempleo alcanzó el 6,5% en octubre de 2008 y la tasa de reducción de empleo rozó el máximo respecto de los siete años anteriores¹⁹¹. En los últimos 12 meses anteriores a octubre de 2008, la tasa de desempleo de Estados Unidos había incrementado en 1,8%¹⁹². Por su parte, en la UE-15, el desempleo también estaba aumentando, aunque a un ritmo más lento. En Irlanda y España el desempleo aumentó significativamente en 2008, como resultado de una fuerte caída en el sector de la construcción de viviendas que conllevó grandes pérdidas de empleo en dicho sector. No obstante, como veremos en el gráfico

¹⁸⁹ Scarpetta, S. (2008, 2 de julio). Labour market discrimination still a big problem in OECD countries. *OECD*. Descargado de <http://www.oecd.org/unitedstates/labourmarketdiscriminationstillabigprobleminoecdcountries.htm>.

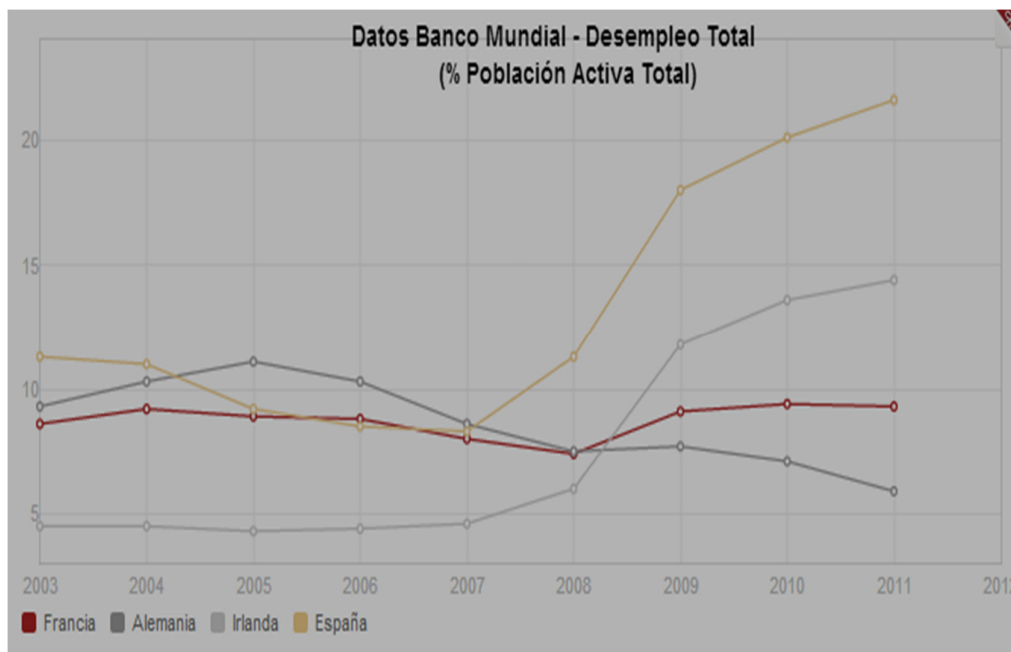
¹⁹⁰ *Id.*

¹⁹¹ Bureau of Labor Statistics (2008, 10 de noviembre). *Unemployment in October 2008*. Descargado de <http://www.bls.gov/opub/ted/2008/nov/wk2/art01.htm>.

¹⁹² Bureau of Labor Statistics (2015, 7 de septiembre). *Databases, Tables & Calculators by Subject*. Descargado de <http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>.

siguiente, en Alemania y Francia aún no se había producido un considerable aumento en el número de desempleados:

Gráfico 12. Desempleo Total (2003-2012)



Fuente: Banco Mundial

4.3.5 El Derrumbe de las Bolsas de Valores y el Colapso de los Mercados Mundiales

El derrumbe de las bolsas y de los mercados de valores es conocido en inglés como *crack* financiero o quiebra financiera. Las quiebras financieras son a su vez fenómenos sociales donde se combinan eventos económicos externos con comportamientos masivos y psicológicos en un bucle de retroalimentación negativa. En este contexto, las ventas de ciertos valores por ciertos inversores conducen a otros inversores también a vender¹⁹³. Este fenómeno repentino y dramático lleva consigo un descenso de los precios de mercado a lo largo de una sección transversal del mercado de valores lo cual crea pánico entre los inversores¹⁹⁴. A menudo son

¹⁹³ Garzón, E. (2015, 12 de julio). ¿Qué está Pasando con la Bolsa de China? ATTAC España. Descargado de <http://www.attac.es/2015/07/12/que-esta-pasando-con-la-bolsa-de-china/>

¹⁹⁴ *Id.*

consecuencia de especulaciones y burbujas financieras¹⁹⁵.

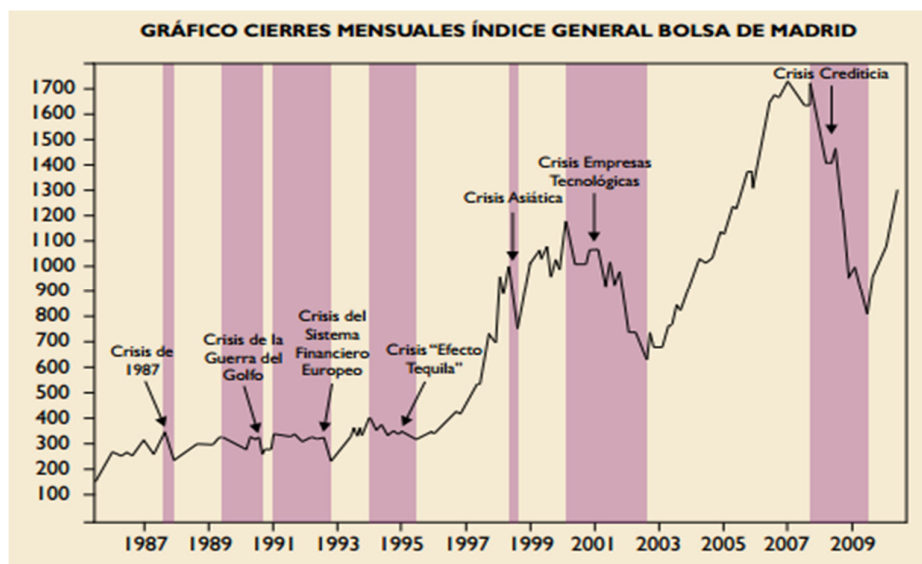
En general, antes del estallido de una crisis bursátil existe un periodo previo prolongado de subida de los precios coexistiendo con un excesivo optimismo entre los inversores; además de una relación precio-beneficios que sobrepasa los niveles medio a largo plazo y un endeudamiento por los agentes de mercado. Si atendemos a la mayoría de crisis bursátiles a lo largo de la historia, podemos observar que estas crisis son consecuencia, a su vez, de un freno importante a la existencia de beneficios que provocan que los inversores busquen fórmulas alternativas, generalmente erróneas, que consigan soportar los niveles de crecimiento de rentabilidades anteriormente descritos. La tendencia bajista de los mercados de valores sólo apremia al final de la crisis.

En los siguientes gráficos, recogidos y elaborados por los autores del documento de *Universia Business Review*¹⁹⁶ se muestra lo descrito anteriormente. En estas imágenes podemos apreciar las crisis financieras de final del siglo XX y de inicios del siglo XXI:

¹⁹⁵ *Id.*

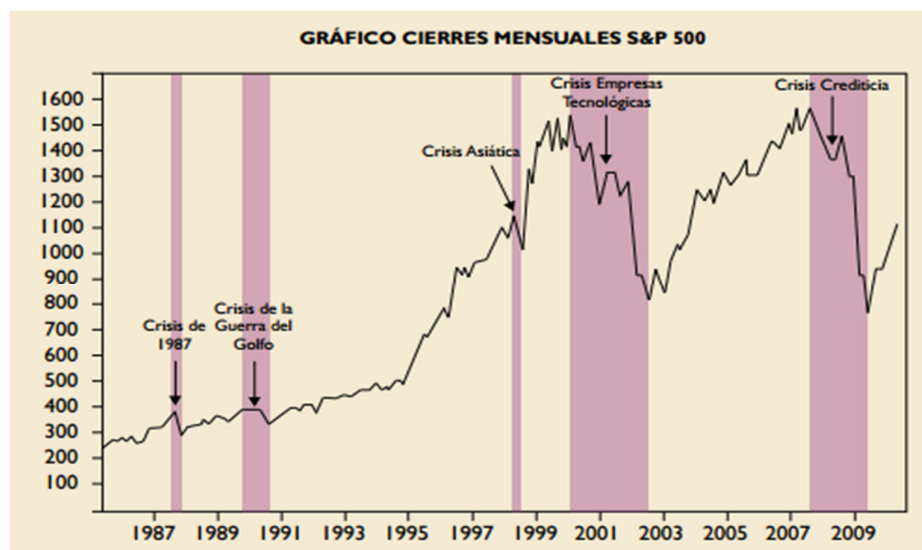
¹⁹⁶ De la Torre-Gallegos, A. y Bellini, E. (2009). *Las Crisis Bursátiles en España y su Comparación con otros Mercados Internacionales: Análisis de sus Principales Características*. En *Universia Business Review* Cuarto Trimestre 2009. Descargado de <https://ubr.universia.net/article/viewFile/716/842>.

Gráfico 13. Cierres Mensuales del Índice General de la Bolsa de Madrid (1987-2009)



Fuente: Universia.net

Gráfico 14. Cierres Mensuales S&P (1987-2009)



Fuente: Universia.net

Es importante observar que desde el inicio del año 2000, cuando la burbuja inmobiliaria empezó a gestarse, la tendencia en los mercados fue alcista casi en términos globales hasta mediados de 2007, a excepción de la época de la crisis de

las empresas tecnológicas. Sin embargo, poco después podemos ver que se produjo una gran subida en las bolsas, inclusive pese al atentado del 11 de Septiembre contra las torres gemelas en Estados Unidos. Este acontecimiento se debió, en parte, al ascenso de los precios de las viviendas. Mientras que luego de iniciada la crisis crediticia, las bolsas y los mercados bursátiles se hundieron de nuevo¹⁹⁷.

A modo de conclusión, se puede indicar que la crisis financiera en España tuvo mucho que ver con la crisis del sector de la construcción y el estallido de la burbuja inmobiliaria, y resultó ser similar a la sufrida por Estados Unidos. Sin embargo, cabe destacar que si bien en España la crisis inmobiliaria fue grave sobre todo al inicio, no es comparable a la crisis *subprime* estadounidense que fue más allá del alto endeudamiento por parte de particulares y empresas, de las subidas de los precios de la vivienda, y de la crisis en el sector bancario; pues la crisis *subprime* supuso el colapso del sistema financiero en su totalidad¹⁹⁸.

Adicionalmente, se puede concluir que debido a la crisis financiera, el crecimiento económico se estancó. En el caso de España, los niveles de crecimiento en el caso español se mantuvieron durante bastante tiempo por debajo de los niveles de Estados Unidos y de la Eurozona. Cabe añadir, sin embargo, que el parón generalizado en la actividad económica española no resultó ser tan grave como en otros países europeos, como por ejemplo los casos de Irlanda, Grecia o Portugal.

Finalmente, cabe resaltar el dato de que mientras en Estados Unidos las entidades bancarias no fueron las instituciones que concedieron la mayoría de los préstamos hipotecarios para comprar inmuebles, sino que fueron entidades financieras de crédito e intermediarios financieros; en el caso español, el 98% de los créditos hipotecarios procedían de la industria bancaria. Asimismo, resaltamos que en Estados Unidos, de las entidades financieras o de intermediación de servicios financieros que concedieron créditos *subprime* en el año 2007, sólo el 20% correspondían a entidades estrictamente vigiladas por las autoridades nacionales de supervisión, mientras que el 80% correspondían a entidades con una supervisión más laxa¹⁹⁹. Por su parte, en el caso español, sorprendentemente, el número de entidades

¹⁹⁷ El derrumbe de las bolsas a partir de 2007 fue consecuencia de muchos factores concretos de la realidad económica, pero destaca la crisis de las famosas hipotecas *subprime*.

¹⁹⁸ Reinhart, C. y Rogoff, K. (2008, 17 de diciembre). *Banking Crises: An Equal Opportunity Menace*. Descargado de http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/banking_crises.pdf, p. 20.

¹⁹⁹ Demyanyk, Y. y Loutskina, E. (2015). *Mortgage Companies and Regulatory Arbitrage*. Federal Reserve Bank of Cleveland. Descargado de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2051001.

financieras que concedieron los préstamos hipotecarios que generaron la crisis, ocupaban el 98% del mercado y estaban sujetas a la estricta supervisión del Banco de España. Este último punto se analizará en profundidad en el capítulo 5 siguiente.

4.4 La Crisis Japonesa de los años 90, ¿Un Espejo Donde Mirarse?

La crisis financiera iniciada en Estados Unidos y la deuda *subprime* desembocó en Europa con la crisis de deuda soberana. Una etapa recesiva, que según datos oficiales duró hasta agosto de 2013, seguida de un leve y moderado crecimiento. Para muchos analistas esta crisis fue incluso comparable con la crisis sufrida en Japón en los años 90's²⁰⁰. La reestructuración bancaria, la débil actividad económica, y una deuda pública creciente fueron algunos de los elementos comunes.

Lo cierto fue que entre 1990 y 1991, en Japón se produjo un desplome bursátil y una caída en los precios de los inmuebles, parecida a las que se han producido en las crisis americano-europeas²⁰¹. La recuperación de la economía japonesa fue lenta, dado que no fue sino hasta el 2003 que dicha economía dio síntomas de crecimiento, para que ya en 2005, el crecimiento del crédito se desarrollase en tasas positivas²⁰².

La crisis japonesa se desarrolló sin embargo, a diferencia de la crisis occidental actual, en el marco de un sector privado sobreendeudado que ofreció en garantía inmuebles y que al caer su precio, las garantías siguieron su camino de ejecución²⁰³. En el caso japonés, la actitud frente a la crisis no fue firme, pero se optó por numerosas fórmulas que van desde préstamos *zombie*²⁰⁴, hasta la restricción del crédito solo a empresas nuevas, tipos de interés cercanos al 0%, políticas monetarias no convencionales (como *quantitative easing*)²⁰⁵ o la subida de impuestos. Todo ello trajo consigo una fuerte deflación como ya ocurriera en Europa y en Estados Unidos, marcada por la caída de la inversión y del consumo; una deuda pública con niveles cercanos al 200%, una caída de la inversión y un gasto inclinado hacia la seguridad

²⁰⁰ Hoshi, T. y Kashyap, A. (2013). *Will the U.S. and Europe Avoid a Lost Decade? Lessons from Japan's Post Crisis Experience*. Fondo Monetario Internacional. Descargado de <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2013/arc/pdf/Hoshi.pdf>.

²⁰¹ *Id.*

²⁰² *Id.*

²⁰³ *Id.*

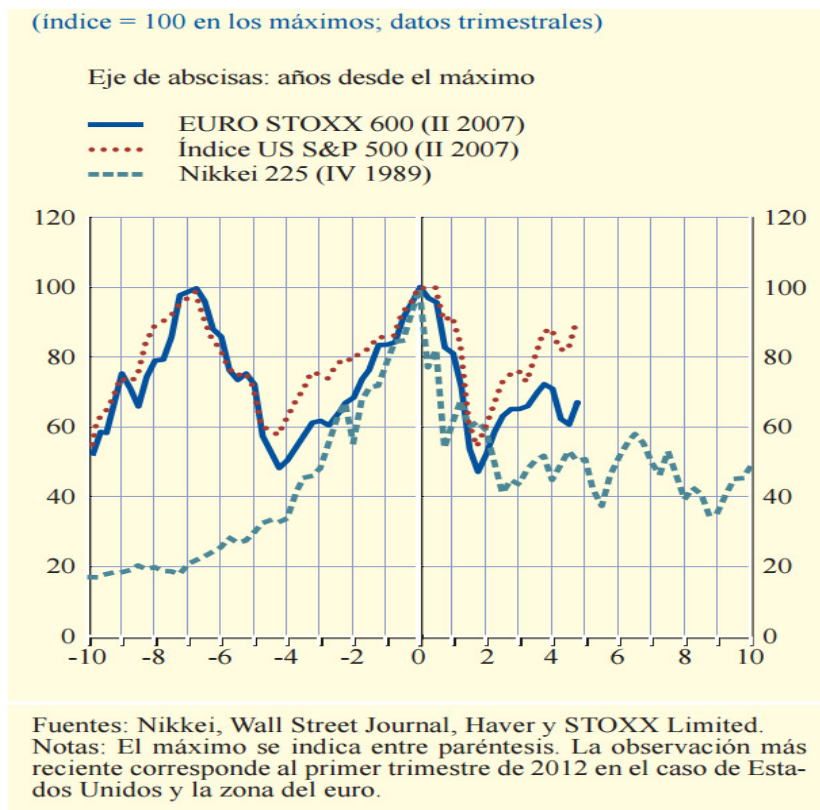
²⁰⁴ Préstamos concedidos a empresas insolventes.

²⁰⁵ Herramienta no convencional de política monetaria que es utilizada por ciertos Bancos Centrales con el objetivo de aumentar la oferta de dinero, aumentando las reservas, generalmente mediante la compra de Bonos, para así reducir las tasas de interés a largo plazo.

social.

De la misma forma, las diferencias que podemos encontrar entre Japón y el bloque occidental son fácilmente identificables: primero, la crisis inmobiliaria tuvo un impacto menor a largo plazo en Estados Unidos que en Japón, por el simple hecho que en el primer país, la tasa de riqueza inmobiliaria respecto al PIB (234%) era menor que en el caso del segundo (355%). Segundo, la crisis inmobiliaria japonesa azotó de lleno al sector empresarial privado, mientras que en el bloque occidental la crisis afectó principalmente a los hogares. En tercer lugar, y como consecuencia de lo anterior, las caídas bursátiles fueron mayores y más prolongadas en Japón que en el bloque occidental. El siguiente gráfico muestra la caída de los precios de la bolsa en los tres ejes en plena época de crisis:

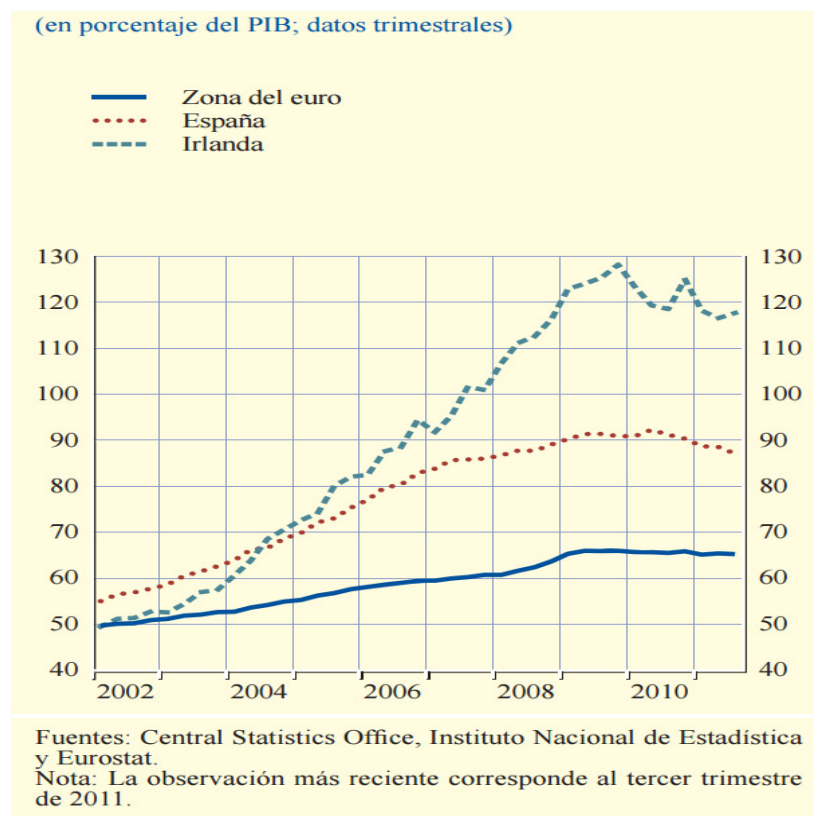
Gráfico 15. Precio de las Acciones



Fuente: Banco de España

Por otra parte, es significativa la deuda de los hogares con respecto a los inmuebles a consecuencia de la crisis financiera. En el caso español, en particular, es bastante elevada en comparación con la de la Zona Euro. El siguiente gráfico elaborado por el BE, muestra como el nivel de endeudamiento español se mantiene por encima de la Zona Euro aunque por debajo de un país fuertemente afectado por la crisis, como es Irlanda.

Gráfico 16. Deuda del Sector Hogares: España-Zona Euro (2002-2010)



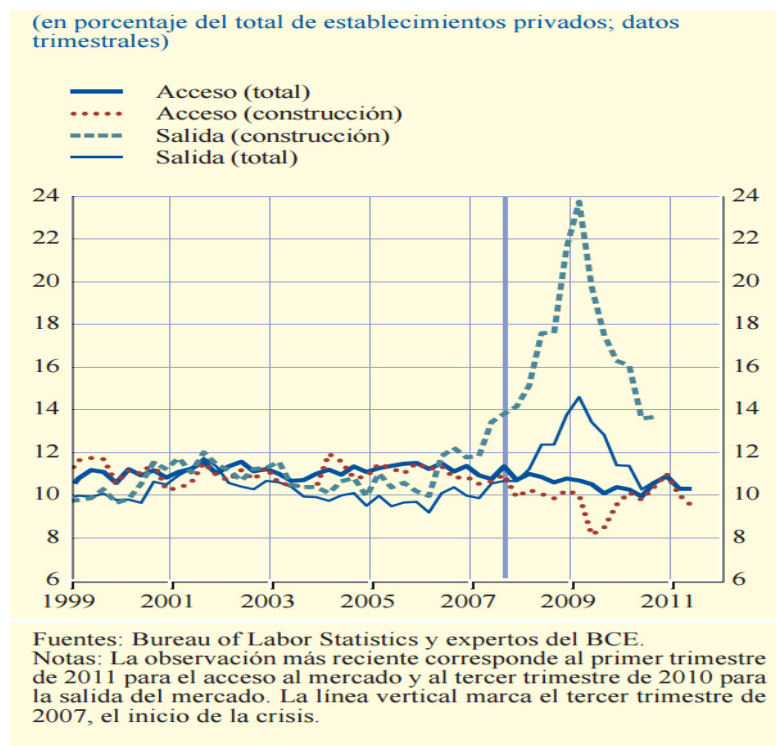
Fuente: Banco de España

Otros elementos que determinan la diferencia entre las crisis estadounidense, española y japonesa, es que en este último país existe como elemento distintivo relativo a la expectativa de vida, el envejecimiento de la población, el cual ha sido un grave problema que Estados Unidos y Europa aún no han afrontado. Por su parte, Estados Unidos no tiene una realidad económica similar a las otras dos sociedades, puesto que el objetivo principal, o uno de los principales, en la economía estadounidense es la productividad y el capitalismo extremo. En este sentido, en Estados Unidos se produjo lo que se conoce como “destrucción creativa” del empleo²⁰⁶, es decir, la mayoría del desempleo se produjo en sectores necesitados de ajustes, ya que las tasas de acceso al mercado de trabajo se mantuvieron relativamente estables en el resto de sectores, como se puede observar en el

²⁰⁶ Senserrich, R. (2010, 21 de abril). Por qué Destruir Empleo es Bueno. *Politikon*. Descargado de <http://politikon.es/2010/04/21/por-que-destruir-empleo-es-bueno/#>.

siguiente gráfico:

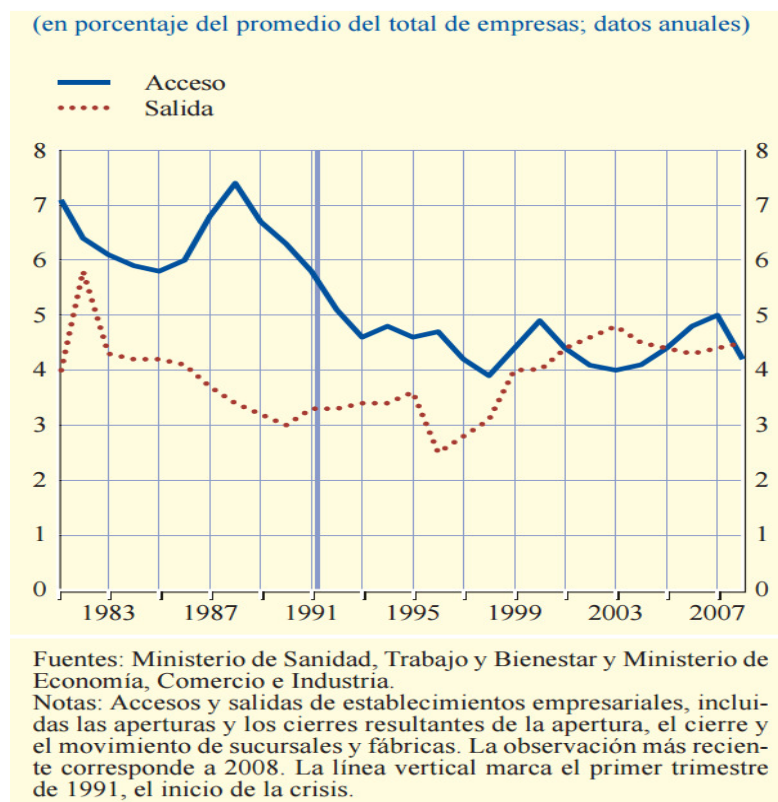
Gráfico 17. Tasas de Acceso y Salida del Mercado de las Empresas en Estados Unidos (1999-2011)



Fuente: Banco de España

Todo lo contrario ocurrió en Japón, en donde las tasas de acceso al mercado cayeron en todos los sectores de la economía, conforme a lo indicado en el siguiente gráfico:

Gráfico 18. Tasas de Acceso y Salida al Mercado de Japón (1983-2007)



Fuente: Banco de España

Lo cierto es que las diferentes crisis fueron bastante negativas a largo plazo, y principalmente dieron lugar a una escasez de crédito en los tres países, lo que provocó una reestructuración y un ajuste bancario²⁰⁷. De todo ello podemos concluir que la “*Década Perdida Japonesa*” si bien no es un espejo en el que proyectar nuestras expectativas, sí es cierto que tiene algunos detalles de amplia similitud con la crisis de Estados Unidos o Europa. La idea principal que debemos retener es que es necesario subsanar las causas principales que van creando las crisis financieras lo antes posible. Y a pesar de que ello es difícil, se debe trabajar en la supervisión para prevenir una catástrofe de grandes dimensiones. Las más recientes crisis sirvieron, por otra parte, para llevar a cabo una reestructuración financiera que era necesaria, así como para debatir e incrementar medidas que mejoren el flujo de crédito, el crecimiento, y para que se tomen en serio la necesidad de innovación y

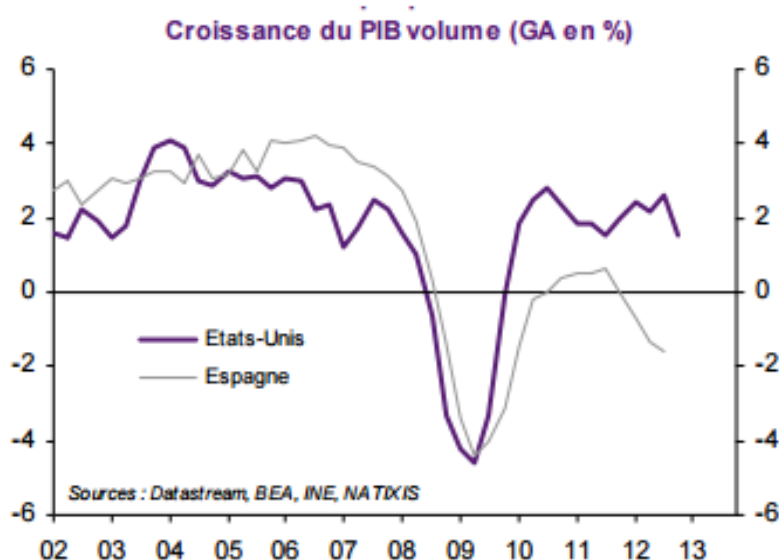
²⁰⁷ Muchos de los cuales son analizados en este documento.

sobre todo se lleve a cabo un proceso de mentalización y compromiso para la protección de los ciudadanos que invierten sus ahorros y toman decisiones financieras basadas en la confianza que les inspira el sector financiero y sus gobiernos.

4.5 La Salida de la Crisis en Estados Unidos y España. Mismas Causas, Distintos Resultados

En el apartado anterior analizamos una serie de causas comunes existentes entre la crisis estadounidense, japonesa y la de la Eurozona, entre la que se encuentra España, y concluimos que si bien estas causas son similares, no podemos afirmar lo mismo respecto de los resultados actuales alcanzados por ambas economías. Ya en 2013, en Estados Unidos se estaba creando empleo de nuevo y aparecieron ciertos atisbos de crecimiento del PIB, lo cual no pasó en España, como se observa en el siguiente gráfico:

Gráfico 19. PIB – Estados Unidos y España (2002-2013)

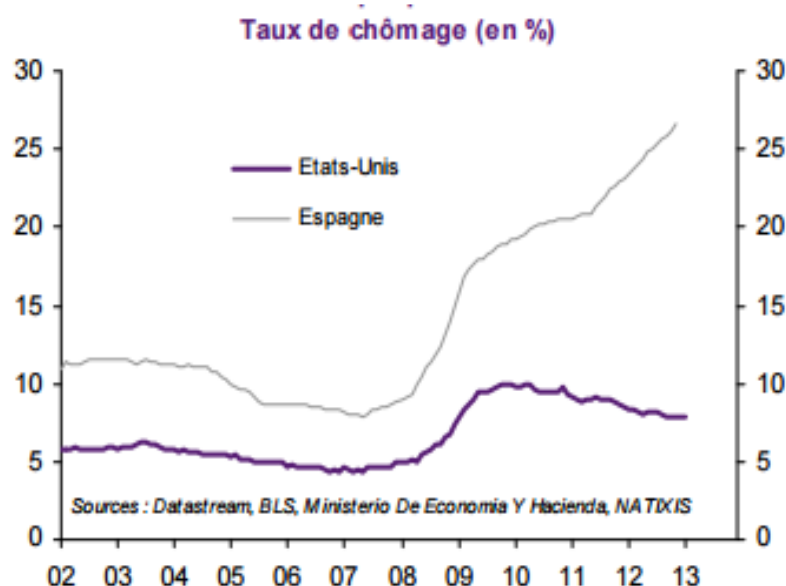


Fuente: Natixis

Del mismo modo, en Estados Unidos, en esa misma fecha ya estaba

disminuyendo la tasa de desempleo, que a diferencia del caso español, dicha tasa no hacía más que aumentar, como se observa en el siguiente gráfico:

Gráfico 20. Tasa de Desempleo – Estados Unidos y España (2002-2013)



Fuente: Natixis

Además, en Estados Unidos mejoró el índice de cumplimiento de préstamos, la industria manufacturera volvió a crecer, y la demanda privada y los precios inmobiliarios que tanto sufrieron en años anteriores crecían ya en positivo²⁰⁸.

El informe de Natixis (*Flash Économie*)²⁰⁹ analiza cinco causas como las principales de por qué Estados Unidos salió de la crisis antes que España:

- La FED facilitó la recuperación de la economía estadounidense al establecer los tipos de interés a largo plazo por debajo de la tasa de crecimiento. Situación que no se dio en España, ya que, los hogares sufrieron durante mucho tiempo sin que se redujesen los tipos de interés o se pudiese encontrar una solución a los altos niveles de endeudamiento, mientras que en Estados Unidos los hogares redujeron progresivamente

²⁰⁸ Artus, P. (2013, 21 de febrero). Pourquoi les Etats-Unis sont-ils sortis de la crise et pas l'Espagne? Flash Économie, Recherche Économique. Descargado de <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=68396>.

²⁰⁹ *Id.*

sus niveles de deuda en un espacio de tiempo relativamente corto.

- España se vio atenazada por los límites comunitarios de déficit sobre el PIB, y por ello, muchas de las medidas estructurales han ido en la búsqueda de la reducción del ratio deuda/PIB. A diferencia de España, en el caso estadounidense se trabajó rápidamente para llevar a cabo reformas diseñadas solo para este país y se diseñaron políticas que preveían un endeudamiento a largo plazo que se debía de reducir una vez entrado en un periodo de crecimiento.
- Los niveles de crédito fueron recuperándose en Estados Unidos gracias a un plan de saneamiento de la economía rápido y efectivo. Además, el gobierno del presidente Barack Obama supo transmitir la necesidad de apoyar a las más grandes entidades financieras y corporaciones, de manera que los consumidores estadounidenses entendieron rápidamente la necesidad de inyectar dinero al sector privado. De esta forma, lo cierto es que el consumidor financiero estadounidense apenas pudo darse cuenta del alcance de la crisis porque el gobierno se encargó de incentivar el préstamo al consumo rápidamente y manifestar su confianza en la economía estadounidense. En España, sin embargo, a pesar de los esfuerzos del gobierno por frenar la crisis no se logró salir adelante por sí mismo y esto provocó que se dependiera de instituciones ajenas al país que aportaron su ayuda de manera más tardía. Ello hizo que los efectos de la crisis se prolongaron durante mayor tiempo.
- Por otra parte, en España, a diferencia de Estados Unidos, la ausencia del crédito para el consumo hizo que las empresas sufrieran demasiado. Además, el descenso en el consumo contribuyó concretamente a que las empresas se frenasen y se produjese el estancamiento del país.
- Por último, en España, la crisis provocó el aumento de la emigración de una parte de la sociedad muy cualificada, lo que no ayudó a mejorar la situación; mientras que en Estados Unidos los flujos de población, la política y leyes de inmigración para atraer a los profesionales más cualificados resultó ser favorecedor.

5. Derecho Bancario en Estados Unidos, España, y la Unión Europea

5.1 Introducción

Idealmente, un sistema bancario estable y confiable debe contar con reglas claras que busquen no solo la correcta actuación de los bancos—y en general de los intermediarios en el sistema—sino también la protección del consumidor financiero. En este capítulo se analizará el desarrollo del derecho bancario en relación con la actuación prudencial de los bancos en Estados Unidos, España, y la Unión Europea. Como veremos más adelante, desafortunadamente, mucha de la regulación bancaria ha sido desarrollada de manera reactiva, es decir, como consecuencia de la existencia de las crisis financieras.

Una de las más grandes crisis de la historia mundial fue la Gran Depresión de finales de la década de los 20's, por la cual miles de bancos cerraron, debilitando así a la mayor economía de entonces, Estados Unidos. Fue entonces cuando este país decidió reformar su sistema bancario por completo a través de la emisión de normas prudenciales y de supervisión bancaria. Como parte de esta reforma se aprobó la Ley General Bancaria de 1933. Por otro lado, producto del pánico financiero generado al hacerse pública la suspensión de pagos del Banco de Barcelona en 1920, España reformó su sistema bancario a través de la Ley de Ordenación Bancaria de 1921, mediante la cual otorgó al Banco de España el estatus de banco central, con funciones de supervisión y tutela de las actividades de crédito. Por último, la Unión Europea, dada su función de ente supranacional, ha llevado a cabo varias reformas de la normativa bancaria comunitaria con el fin de consolidarla con las normas internacionales, por ejemplo con los Acuerdos de Basilea; además, tras la última crisis financiera global, la Unión Europea llevó a cabo reformas de las normas comunitarias para que el sistema bancario europeo se armonizase y lograrse prevenir crisis futuras. Como veremos a continuación, la nueva normativa aprobada trata de establecer sistemas de supervisión únicos para el mejor funcionamiento del sistema.

5.2 El Derecho Bancario en Estados Unidos

5.2.1 Consideraciones Generales del Derecho de los Estados Unidos

El sistema de derecho de los Estados Unidos se caracteriza por ser un derecho basado en el sistema del precedente, es decir, un sistema que utiliza los casos jurisprudenciales para marcar las tendencias legales del momento y establecer un derecho mucho más dinámico que el derecho civil²¹⁰. Sin embargo, en la actualidad, podemos encontrar cada vez más códigos y leyes modelos que sirven como marco regulador de los diferentes sectores o industrias, con el objetivo de unificar el derecho vigente de la mayoría de los estados. Uno de los códigos más importantes a nivel nacional es el “Código de los Estados Unidos” (*United States Code* o USC por sus siglas en inglés) que contiene todas las leyes federales aprobadas por el Congreso. Por otra parte, el “Código de Regulaciones Federales” (*Code of Federal Regulations* o CFR por sus siglas en inglés) es el código que contiene los reglamentos y la normativa que emanan tanto de las Agencias o Ministerios federales como de los Departamentos del poder ejecutivo, y sirven como guía de la aplicación de una ley. Ambos Códigos son actualizados cada vez que se lleva a cabo la aprobación de una nueva ley o reglamento. En este sentido, es fundamental estar familiarizado con el contenido de ambos códigos para estudiar la normativa estadounidense actual. Además, ambos Códigos están divididos en títulos que a su vez contienen materias específicas que han sido reguladas y modificadas a lo largo del tiempo. Así por ejemplo, el USC tiene 52 títulos mientras que el CFR está dividido en 50 títulos que representan amplias áreas sujetas a regulación federal. Cabe destacar que toda regulación incluida en el CFR debe tener una ley habilitante.

A efectos de nuestra investigación, revisaremos a menudo el Título 12 del USC que trata del sistema bancario y la creación y regulación de la Reserva Federal, al igual que el Título 18 que trata el tema de los títulos-valores y el fraude del mercado de valores. El USC es publicado por la Oficina Legal de Revisión de Leyes del Congreso; mientras que el CFR es publicado por la Oficina del Registro Federal de la agencia encargada de la Administración y Registro de los Archivos Nacionales

²¹⁰ Traducción Jurídica (2013, 21 de junio). *El Precedente Judicial en el “Common Law”*. Descargado de <http://traduccionjuridica.es/el-precedente-judicial-en-el-common-law/>.

(*National Archives and Records Administration*, o NARA por sus siglas en inglés)²¹¹.

5.2.2 Las Reformas Financieras en Estados Unidos después de la Gran Depresión

Tras la crisis de 1930, los legisladores estadounidenses trabajaron intensamente para reformar el sector bancario y financiero del país. Durante el período de 1930 a 1936, por ejemplo, el Congreso americano y el entonces presidente Franklin D. Roosevelt trabajaron para aprobar e implementar numerosas leyes, programas económicos y órdenes ejecutivas como respuesta a la Gran Depresión²¹². Estos programas respondieron a lo que los historiadores conocen como el programa de las “3Rs”: Rescate, Recuperación y Reforma. El Rescate de las personas desempleadas, la Recuperación de la economía y la Reforma del sistema financiero para prevenir una nueva gran depresión²¹³.

En el ámbito del sector bancario, el gobierno afrontó numerosos obstáculos. Al inicio de la Gran Depresión, la economía estaba desestabilizada por las numerosas quiebras bancarias seguidas por una escasez de crédito²¹⁴. El origen de estas quiebras estuvo relacionado con las pérdidas sustanciales de dinero que los bancos de inversión sufrieron, lo que acarrió el consiguiente pánico bancario que hizo que muchísimos clientes retiraran sus depósitos²¹⁵. Fue entonces cuando el presidente Roosevelt tuvo que acudir a la radio para dirigirse a sus ciudadanos y explicarles en términos simples cuáles fueron las causas de la crisis bancaria, lo que el gobierno haría al respecto, así como la manera en la que ellos podrían ayudar al sistema financiero para que esta crisis no se hiciera más profunda²¹⁶. Mientras, el presidente ordenó el cierre de todos los bancos hasta la aprobación de una nueva legislación al respecto. No sería sino hasta el 9 de marzo de 1933, que el presidente Roosevelt

²¹¹ El NARA es el considerado como el Archivo Federal General de la Nación en Estados Unidos.

²¹² The Social Studies Help Center (2015). *How Did Roosevelt's New Deal Go About Fixing the Problems of the Great Depression?* Descargado de http://www.socialstudieshelp.com/lesson_86_notes.htm.

²¹³ *Id.*

²¹⁴ Rodríguez del Valle, J. (2014, 2 de enero). *La Programación de la Gran Depresión*. Blog Histo juli. Descargado de <http://histojuli.blogspot.com/2014/01/la-programacion-de-la-gran-depresion.html>.

²¹⁵ Como dato estadístico, entre 1929 y 1933, el 40% de todos los bancos quebraron y el pánico bancario fue una causa directa de los daños económicos de la Gran Depresión.

²¹⁶ National Archives (2015). *Teaching with Documents: FDR's Fireside Chat on the Purposes and Foundations of the Recovery Program*. Descargado de <http://www.archives.gov/education/lessons/fdr-fireside/>.

enviara al Congreso el proyecto de Ley de Emergencia Bancaria (*Emergency Banking Act of 1933*)²¹⁷, redactada por sus asesores, que fue aprobada ese mismo día²¹⁸.

La Ley de Emergencia Bancaria estableció la reapertura de los bancos anteriormente cerrados bajo la supervisión del Tesoro y la disponibilidad de préstamos federales en caso de que los bancos los necesitasen. En un período de tres días, la mayoría de bancos del actual Sistema de Reserva Federal reabrieron sus puertas y recibieron millones de dólares y oro en sus cuentas, estabilizando de nuevo el sistema bancario²¹⁹. Por otra parte, los pequeños bancos locales cerraron permanentemente o se fusionaron con otros bancos mayores²²⁰. En este caso, no todos los depósitos de los pequeños bancos se recuperaron²²¹. Lo cierto es que los pequeños bancos que tenían un total de más de 3.600 millones de dólares en depósitos provocaron unas pérdidas a sus clientes por el valor de unos 540 millones de dólares²²².

En 1930 también se aprobó la Regulación de Ahorros y Préstamos Federales (*Federal Savings and Loans Regulation* o FSLR por sus siglas en inglés) cuya supervisión corrió a cargo del Comité Bancario de Préstamos Hipotecarios Federales (*Federal Home Loan Bank Board* o FHLBB por sus siglas en inglés), y la Corporación de Seguros de Préstamos Hipotecarios Federales (*Federal Savings and Loan Insurance Corporation* o FSLIC por sus siglas en inglés), para las Instituciones de Ahorros y Préstamos aseguradas federalmente y organizadas estatalmente²²³.

Sin embargo, una de las leyes más controversiales de la reforma financiera de 1933 fue la ley denominada *Glass-Steagall*, en honor a los dos congresistas que la propusieron, por la cual se limitaba a los bancos comerciales la práctica de sus actividades de inversiones en bolsa y su asociación con empresas de inversión²²⁴. Además, en 1933 también se creó la Corporación de Seguros de Depósitos Federal²²⁵

²¹⁷ Greene, S. (1933, 9 de marzo). The Emergency Banking Act of 1933. *The Federal Reserve*. Descargado de <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/23>.

²¹⁸ *Id.*

²¹⁹ Silber, W. (2009). Why Did FDR's Bank Holiday Succeed? *FRBNY Economic Policy Review*. Descargado de <http://www.newyorkfed.org/research/epr/09v15n1/0907silb.html>.

²²⁰ *Id.*

²²¹ *Id.*

²²² *Id.*

²²³ Como veremos posteriormente, la ley FIRREA abolió la FSLIC, transfiriendo las responsabilidades del seguro de depósito para ahorros y préstamos al FDIC.

²²⁴ The New York Times (2015). *Glass-Steagall Act (1933)*. Descargado de http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/subjects/g/glass_steagall_act_1933/index.html.

²²⁵ El FDIC preserva y promueve la confianza pública en el sistema financiero de los Estados Unidos a través del seguro de los depositantes hasta \$250.000. Mayor información en <https://www.fdic.gov/>.

(*Federal Deposit Insurance Corporation* o FDIC por sus siglas en inglés), que en aquella época aseguraba el depósito de hasta 5.000 dólares, para acabar con el riesgo de “fugas” en los bancos²²⁶.

Este tipo de reformas ofrecieron la estabilidad requerida y ayudaron al control de quiebras de bancos. Sin embargo, y como veremos posteriormente en el apartado de la reformas financieras de la última crisis, al poco tiempo de recuperarse la economía estadounidense y superar los efectos de la crisis de 1930, numerosas empresas comenzaron a ejercer presión para que se aboliesen las medidas menos liberales y que menos favorecían a las grandes entidades financieras y a los conglomerados de empresas.

5.2.3 Las Reformas Financieras Globales después de la Crisis de 1930

La experiencia de la Gran Depresión tuvo un profundo efecto sobre la regulación bancaria no sólo en los Estados Unidos, sino también en la mayoría de los otros países. Como resultado, los bancos llegaron a ser fuertemente regulados en todas las partes del mundo²²⁷. En algunos países, el gobierno intervino directamente en el sistema financiero para asignar recursos financieros, usurpando el papel de las fuerzas del mercado. Se controlaron estrictamente los tipos de interés, lo cual permitió que los bancos se sintieran seguros de que así podrían lograr sus objetivos, evitándose el riesgo sistémico²²⁸. De esta manera, el propósito de la fuerte regulación bancaria llegó a ser la de evitar las crisis financieras. Por otro lado, dado que los costos de las crisis financieras fueron excesivamente altos, se percibía que dichos costos debían evitarse a toda costa, inclusive a través de una mayor regulación²²⁹.

²²⁶ El FDIC también identifica, monitorea y analiza riesgos de los fondos depositados asegurados, y limita los efectos en la economía y el sistema financiero cuando una institución financiera quiebra.

²²⁷ Centro Regional de Estrategias Económicas Sostenibles (2013, 14 de febrero). *Análisis Económico de la Regulación Bancaria Internacional*. Descargado de <http://crees.org.do/es/art%C3%ADculo/an%C3%A1lisis-econ%C3%B3mico-de-la-regulaci%C3%B3n-bancaria-internacional-12>, mencionando a los Acuerdos de Basilea como paradigma de regulación bancaria internacional.

²²⁸ Cabe indicar que Basilea III destaca la importancia de añadir una perspectiva macro-sistémica a la supervisión microprudencial de los bancos para ayudar a identificar, analizar y prevenir el riesgo sistémico. Comité de Supervisión Bancaria (2011). *Principios Básicos para una Supervisión Eficaz, Banco de Pagos Internacionales*. Descargado de http://www.bis.org/publ/bcbs213_es.pdf, p. 2.

²²⁹ ámbito.com (2015). *La FED, a Favor de Mayor Regulación para Reducir Riesgos del Sistema*. Descargado de <http://www.ambito.com/noticia.asp?id=747856>.

De esta manera, ya sea a través de la regulación intensa o la limitación de las fuerzas del mercado, los gobiernos fueron capaces de eliminar el riesgo sistémico asociado con los bancos. Así, entre 1945 y 1971, no hubo crisis bancarias, con excepción de la crisis brasileña de 1962²³⁰.

Gracias a que se eliminaron las crisis, se redujo igualmente la severidad de las recesiones, pero esto no se logró sin costo alguno. La reducción o eliminación de las fuerzas del mercado en el sistema financiero significó que los recursos no fuesen asignados de manera eficiente²³¹. Esto no fue tanto un problema en los primeros años después de la guerra, cuando muchos países estaban reconstruyendo sus economías y la asignación de capital para los distintos sectores era relativamente clara²³². Países como Francia, Alemania, Italia y Japón son ejemplos de los buenos resultados que lograron estas estrategias durante este período. Sin embargo, con el tiempo, el mercado financiero volvió a “hacer de las suyas” y se produjo una ola de liberalizaciones así como la reintroducción de las fuerzas del mercado²³³. Por desgracia, esto también dio lugar al retorno del riesgo sistémico y las crisis financieras. Como resultado, entre 1980 y 1995 tres cuartas partes de los países del FMI tuvieron una crisis de algún tipo²³⁴. Lo que demuestra que el problema de riesgo sistémico regresó.

5.2.4 Historia de la Regulación Bancaria en los Estados Unidos

La historia de la regulación bancaria de los Estados Unidos ha sido un “toma y daca” entre las autoridades estatales y federales, que se ha desarrollado en paralelo a la existencia de las diversas crisis financieras sufridas en ese país²³⁵. Durante más de dos siglos, el problema de la creación de un sistema de crédito coherente como base

²³⁰ Universidad de Pennsylvania (2007, 6 de diciembre). *The Anatomy of the Financial Crises: Understanding Their Causes and Consequences*. Descargado de <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/the-anatomy-of-financial-crises-understanding-their-causes-and-consequences/>.

²³¹ *Id.*

²³² Jones, G. (2005). Restoring the Global Economy, 1950-1980. *Universidad de Harvard*. Descargado de <http://hbswk.hbs.edu/item/4961.html>.

²³³ *Id.*

²³⁴ Véase supra nota 199.

²³⁵ Amadeo, K. (2015, 6 de mayo). Financial Regulations, Will Regulations Prevent Another Financial Crisis? *About News*. Descargado de <http://useconomy.about.com/od/themarkets/a/regulations.htm>, implicando que la regulación bancaria de los Estados Unidos ha sido básicamente reactiva a las crisis acaecidas en dicho país.

de la regulación bancaria permaneció en la mente de los legisladores estadounidenses. Sin embargo, no fue sino hasta el 9 de agosto de 1790, durante la Segunda Sesión del Primer Congreso que se reunió de acuerdo a lo acordado en la Constitución de los Estados Unidos, este pidió al Secretario del Tesoro que estudiase la condición financiera de la nueva nación junto con la creación de un sistema nacional de banca²³⁶.

Cabe indicar que en Estados Unidos los bancos están sometidos a un sistema de regulación dual, tanto a nivel estatal como a nivel federal donde las responsabilidades de supervisión son compartidas por varias agencias federales y estatales. A pesar de esta división interna de competencias entre las instituciones encargadas de la regulación del sector bancario, Estados Unidos fue uno de los primeros países, junto con el Reino Unido, en establecer un modelo de regulación nacional basada en los requisitos de capital sensible al riesgo a mitad de la década de los años 80's. Esto permitió a los Estados Unidos liderar y establecer los estándares de capitales internacionales ²³⁷. Asimismo, esta multiplicidad de reguladores se debe a factores históricos así como al sistema federalista que evita concentrar demasiado poder en el gobierno federal. Esta es una característica del sistema regulador financiero de los Estados Unidos que no sólo afecta a la regulación bancaria sino también a la del mercado de valores y a la de los seguros.²³⁸

Entre los principales organismos que forman parte del marco supervisor del sector bancario en Estados Unidos debemos destacar:

1. La Oficina del Controlador de la Moneda (*Office of the Comptroller of the Currency* u OCM por sus siglas en inglés). Pertenece al Departamento de Hacienda y fue establecida por la Ley Nacional de la Moneda de 1963 y la Ley Bancaria de 1964. Fue creada principalmente para supervisar a los bancos nacionales.
2. La Reserva Federal (*Federal Reserve* o FED como se le conoce a nivel mundial). La FED fue establecida como un Banco Central en 1913 con la

²³⁶ The U.S. Congress (2015). *A Century of Law Making for a New Nation: U.S. Congressional Documents and Debates, 1774-1875*. Annals of Congress, House of Representatives, 1st Congress, 2nd Session The Library of Congress. Descargado de <http://memory.loc.gov/cgi-bin/ampage?collId=llac&fileName=002/llac002.db&recNum=245>.

²³⁷ Este liderazgo se ve reflejado en la adopción del Acuerdo de Basilea II, suscrito por los Estados Unidos, el Reino Unido y otros diez países.

²³⁸ Al ser una república federal, Estados Unidos tiene dos niveles de legislación, así como dos niveles de supervisión, el federal y el estatal.

finalidad de supervisar a los bancos estatales que habían optado por pertenecer al sistema regido por la Reserva Federal. Hoy en día, este organismo también es el supervisor principal de las empresas bancarias y financieras tenedoras de acciones (*holding companies*). Además, el Consejo de la Reserva Federal (*Federal Reserve Board*) tiene autoridad para examinar cualquier sucursal o empresa subsidiaria perteneciente a un banco extranjero. En la actualidad, la Ley *Dodd-Frank* ha conferido competencias adicionales a la FED²³⁹.

3. La Corporación Federal de Seguro de Depósitos (*Federal Deposit Insurance Corporation* o FDIC por sus siglas en inglés) fue establecida como respuesta a la gran recesión de 1934. Está encargada de supervisar los bancos estatales asegurados que no forman parte del sistema de la FED, y a las cajas de ahorro estatales (*state-chartered saving banks*). Además actúa para la protección del consumidor financiero en los casos de los bancos que entran en quiebra. Al igual que la FED, este organismo es una agencia federal independiente²⁴⁰.
4. Por último, la Oficina de Supervisión de las Cajas de Ahorro (*Office of Thrift Supervision*) que fue abolida por la Ley *Dodd-Frank*. Anteriormente, esta oficina estaba encargada de supervisar las Asociaciones de Ahorro Federales y las cajas de ahorro federales (*federal-chartered saving banks*). Pertenecía también al Ministerio de Hacienda y compartía con las agencias estatales la facultad supervisora de las asociaciones de ahorro estatales.²⁴¹

Por último, gracias a la reforma financiera llevada a cabo por la Ley *Dodd-Frank*, aprobada en el año 2010, se procedió a la mejora de la regulación bancaria y de la supervisión en los Estados Unidos. En este contexto, se creó un nuevo Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Oversight Council*),

²³⁹ González Mota, E. y Marqués Sevillano, J. M. (2010). *Dodd-Frank Wall Street Reform: Un Cambio Profundo en el Sistema Financiero de los Estados Unidos*. Banco de España: Informe de Estabilidad Financiera, Núm. 19, 76-79. Descargado de <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/10/Nov/Fic/ref0519.pdf>.

²⁴⁰ El FDIC es una agencia independiente del gobierno federal de los Estados Unidos que fue creada en 1933 en respuesta a las innumerables quiebras de bancos ocurridas en la década de 1920 y principios de la década de 1930. Mayor información en <https://www.fdic.gov/about/learn/symbol/>.

²⁴¹ Como se indica posteriormente, esta Oficina fue fusionada con otras agencias gubernamentales para formar lo que actualmente se conoce como la Oficina del Controlador de la Moneda (*Office of the Comptroller of the Currency*).

encargada de identificar y responder a los riesgos emergentes de todo el sistema financiero. Este Consejo está compuesto por reguladores generales de los servicios financieros y la preside el Ministro de Hacienda. Esta ley también creó la Oficina de Protección del Consumidor Financiero (*Bureau of Consumer Financial Protection*) como parte del Consejo de la FED. Asimismo, otorgó nuevas facultades al Ministro de Hacienda, a la FDIC, y a la FED para cerrar y liquidar instituciones financieras “*too big to fail*” de una manera que no afecten al normal desarrollo del mercado.

Concretamente, a la FED se le asignó la supervisión y la regulación de todos los bancos, cajas de ahorro, empresas bancarias tenedoras de acciones y de las instituciones financieras no bancarias con activos que superan los 50.000 millones de dólares, al igual que la autoridad para examinar las filiales no bancarias de las empresas tenedoras de acciones. El Consejo de la Reserva Federal ahora tiene poder para establecer políticas y procedimientos de préstamos en caso de emergencia. En definitiva, y gracias a la Ley *Dodd-Frank*, la FED se convirtió en la principal responsable de la supervisión de las más importantes instituciones financieras y de la infraestructura del mercado financiero²⁴².

Las diversas agencias reguladoras existentes a nivel federal y estatal están igualmente representadas en el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria. La FED, la Oficina del Controlador de Moneda, y la Corporación Federal de Seguro de Depósito forman parte de este comité. La Reserva Federal de Nueva York también está presente.

5.2.5 Historia y Evolución de la Supervisión Bancaria en los Estados Unidos

La regulación bancaria de los Estados Unidos ha evolucionado con el tiempo, principalmente como respuesta a las crisis y a políticas fallidas. Una de las áreas de mayor crecimiento y que más ha llamado la atención de los reguladores estadounidenses desde el comienzo fue la supervisión prudencial. Entendemos por supervisión prudencial a aquella realizada a las entidades de crédito y a otras empresas intermediarias financieras sujetas a la FED, con el fin de la protección de

²⁴² Véase supra nota 239.

los depositantes y de evitar el riesgo sistémico²⁴³.

Después de la Gran Recesión se aprobó por primera vez una ley macroprudencial, la Ley General Bancaria de 1933 (*Banking Act of 1933*). Esta ley reguló en primer lugar la FDIC que antes mencionamos, encargada de asegurar, en ese momento, los depósitos de hasta 5.000 dólares de los clientes bancarios, así como estableció la separación de la banca comercial de la banca de inversión para evitar las prácticas bancarias especulativas²⁴⁴.

Existen tres grandes principios en materia de supervisión prudencial que aplican a la regulación bancaria de los Estados Unidos: solidez, legalidad, y seguridad, los cuales serán analizados posteriormente. Para llevar a cabo estos tres principios, los reguladores nacionales aprueban leyes que aseguren que las empresas que operan en el sector bancario son gestionadas de manera prudente.

En materia de regulación prudencial, en Estados Unidos, los reguladores aprobaron la adopción de diferentes requerimientos de capital de manera que los bancos e instituciones financieras donde se depositen fondos tengan la cantidad requerida de capital en relación con el nivel de activos ponderados por riesgo que posea. En 1985 fue la primera vez que se aprobaron las normas sobre los requerimientos de capital en Estados Unidos. Ese año, debido a varias caídas de bancos federales, los reguladores estadounidenses, bajo el auspicio del entonces presidente de la FED, Paul Volcker, acordaron adoptar un ratio mínimo fijo de capital/activo de 5,5% para los bancos. De esta manera, copiaron los requerimientos de capital adoptados por el Banco de Inglaterra en 1980²⁴⁵.

Posteriormente, en 1988, a nivel internacional se hizo un esfuerzo conjunto para la aprobación de normas sobre la regulación de los bancos y las entidades financieras de depósito y los requerimientos de capital. Estas normas establecieron un sistema de medidas de capital y vieron la luz en los Acuerdos de Basilea I²⁴⁶, siendo negociados y publicados por el Comité de Basilea sobre la Supervisión Bancaria, en el seno del Banco de Pagos Internacionales. Dicho Comité estaba

²⁴³ Malloy, M. (2005) *International Banking*. Carolina Academic Press, 2da Edición.

²⁴⁴ Sin embargo, en 1987 la FED permitió que determinados grandes bancos respaldasen la emisión de valores, y en 1999, la Ley *Gramm-Leach-Bliley* eliminó las restricciones previamente creadas entre la banca comercial y la banca de inversión, lo cual fue muy criticado. Sanati, C. (2009, 12 de noviembre). 10 Years Late, Looking at Repeal of Glass-Steagall. *The New York Times*. Descargado de http://dealbook.nytimes.com/2009/11/12/10-years-later-looking-at-repeal-of-glass-steagall/?_r=0.

²⁴⁵ Estas reglas luego serían traspuestas a nivel internacional mediante los Acuerdos de Basilea I.

²⁴⁶ Se puede acceder al texto aprobado de Basilea I en http://www.bis.org/publ/bcbsca03_s.pdf.

formado por los gobernadores de los bancos centrales del G-10. Este primer Acuerdo estableció una definición de capital regulatorio, un sistema de ponderación de las exposiciones, y determinó el capital mínimo que las entidades debían poseer en relación con sus activos ponderados por riesgos en un 8%. Además creó dos categorías de capital mínimo (o *Tiers* en inglés), y reguló la supervisión y gestión de riesgos en el sector bancario. Estos Acuerdos, sin embargo, eran simplemente una recomendación para que los gobiernos nacionales lo incorporaran a sus ordenamientos. Los Acuerdos de Basilea I fueron incorporados con éxito en la mayoría de países en el mundo.

Los Estados Unidos, junto con otros miembros del Comité de Supervisión de Basilea, sancionaron sus respectivas legislaciones nacionales en concordancia con los Acuerdos de Basilea I. En el caso de Estados Unidos, en 1991 se aprobó la Ley de Mejora FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act* o FDICIA por sus siglas en inglés). Esta ley fue aprobada en medio de la crisis de ahorros y préstamos, e introdujo artículos relativos a acciones correctivas y a la obligación de un establecimiento de capital mínimo para los bancos. Esta ley también introdujo un ratio de apalancamiento, entendido como la cantidad de capital libre de riesgo proporcional al tamaño de activos del banco. Este ratio de apalancamiento sería posteriormente incorporado en los Acuerdos de Basilea III²⁴⁷.

La revisión de los Acuerdos de Basilea I llegó de la mano de los Acuerdos de Basilea II aprobados en junio de 2004. Basilea II definió ahora sí, de manera mucho más extensa, el cálculo de los activos ponderados por riesgo y permitió que las propias instituciones aportasen sus calificaciones de riesgo de acuerdo a los propios modelos internos, siempre que estos fuesen aprobados previamente por la entidad nacional encargada de la supervisión de las entidades bancarias y financieras²⁴⁸.

Las instituciones encargadas de llevar a cabo la implementación de los Acuerdos de Basilea en Estados Unidos son la Reserva Federal y la Oficina del Controlador de la Moneda. Sorprendentemente para muchos, ambas entidades, presionadas por los grandes bancos y *holdings* bancarios, decidieron que las nuevas

²⁴⁷ Asobancaria (2014, 9 de julio). *Informe de Regulación Internacional*. Descargado de <http://www.asobancaria.com/portal/pls/portal/docs/1/4394039.PDF>, p. 7.

²⁴⁸ Pancorbo, A. (2002). *Basilea II: Las Nuevas Normas Internacionales de Solvencia*. ICE: Sistema Financiero: Novedades y Tendencias, Núm. 801. Descargado de http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE_801_35-50_99DA3C1D54358A40D8904EAF9753D2E1.pdf.

normas de adecuación del capital establecidas por Basilea II sólo se aplicarían a los bancos activos internacionales, que eran solo una docena aproximadamente en aquel momento, y decidieron hacerlo opcional para otra decena de bancos. Los restantes 8.000 bancos estarían sujetos a una versión revisada de los Acuerdos de Basilea I. La explicación fue que Basilea II no debería aplicarse a todos los bancos porque supondría una desventaja en términos competitivos para los bancos federales estadounidenses. Esta excepción fue analizada en los estudios de impacto cuantitativo llevados a cabo en Estados Unidos, los cuales destacaban los problemas de los bajos requerimientos de capital.

Por último, tras la crisis financiera de 2007-2008, debido a los problemas de liquidez y a fin de enfrentar los problemas de apalancamiento de las entidades bancarias de todo el mundo, los Acuerdos de Basilea II fueron reemplazados por los Acuerdos de Basilea III²⁴⁹, que aceptaron ser implementados en la mayoría de los países en el período comprendido entre 2013-2019. Basilea III surgió con el objeto de restablecer la regulación, supervisión y la gestión de riesgos del sector bancario, y sus medidas se enmarcan en las propuestas incorporadas en el Plan de Acción que el G20 acordó en Washington D.C. en 2008²⁵⁰. Las principales medidas que se aprobaron en los Acuerdos de Basilea III fueron las siguientes:

1. Aumento de la calidad de capital para afrontar y absorber pérdidas.
2. Mejora en el manejo de los riesgos.
3. Establecimiento de colchones de capital que puedan ser utilizados en momento de estrés financiero.
4. Aumento de los requerimientos de capital para aumentar la solvencia y luchar por la estabilidad financiera.
5. Mejoras en el proceso supervisor y de la disciplina de mercado.
6. Introducción de un estándar de liquidez que incluye un ratio de cobertura de liquidez a corto plazo y un ratio estructural a largo plazo.

En Estados Unidos, la mayoría de los acuerdos establecidos en Basilea III aparecen reflejados en la Ley de Reforma Financiera de Wall Street y de Protección del Consumidor de 2010, también conocida como la Ley *Dodd-Frank*. Sin embargo, existen diferencias entre ambas normativas. Dentro de la Ley *Dodd-Frank*, la

²⁴⁹ Véase supra nota 110.

²⁵⁰ Véase el texto completo de la Declaración en https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Washington_Declaration_0.pdf.

enmienda *Collins* de la sección 171 estableció un mínimo legal aplicable de requerimiento de capital para las instituciones financieras estadounidenses que no se corresponde con los requisitos establecidos en los Acuerdos de Basilea III. Sin embargo, la Ley *Dodd-Frank*, en ciertas ocasiones establece que se pueden imponer reglas de capital más estrictas, conforme a los Acuerdos de Basilea III, a instituciones de depósitos aseguradas y a empresas bancarias tenedoras de acciones. Inclusive, la Ley *Dodd-Frank* deja abierta la posibilidad que los reguladores estadounidenses eleven los requerimientos de capital para las instituciones financieras más importantes. El objetivo del paralelismo de las reglas nacionales e internacionales facilita el objetivo de una aplicación de unos estándares únicos para todos los países²⁵¹.

Por otra parte, existen diferencias en los plazos y los modelos de implementación de los requisitos establecidos por Basilea III y por la Ley *Dodd-Frank*. Tras la crisis, los legisladores estadounidenses presionaron a sus entidades bancarias y financieras para que se ajustasen a las nuevas medidas establecidas por la reforma financiera en un plazo de tres años (2010-2013), mientras que Basilea III, por su parte, extendió el plazo de revisión a diez (2010-2020).

Otra de las grandes diferencias entre ambas regulaciones se encuentra en el rol de las agencias de calificación de crédito en el marco de la ponderación del riesgo bancario. Si bien, de acuerdo a los Acuerdos de Basilea III, la ponderación del riesgo de ciertos valores depende de la calificación emitida por las agencias calificadoras para esos valores; en Estados Unidos, a raíz de la crisis hipotecaria, se prohibió expresamente el uso de referencias a la confianza de la calificación realizada por las agencias, conforme a la sección 939A de la Ley *Dodd-Frank*. En la actualidad, se discute de hecho un modelo alternativo al basado en las agencias de calificación²⁵².

En definitiva, Estados Unidos ha impulsado la regulación, supervisión y la gestión de la ponderación del riesgo en el sector bancario durante las últimas tres décadas. Sin embargo, también ha sabido esquivar normas adversas que pudiesen mermar la capacidad competitiva de sus principales entidades financieras a nivel

²⁵¹ Nolle, D. (2013). *International Finance Discussion Papers: U.S. Domestic and International Financial Reform Policy: Are G20 Commitments and the Dodd-Frank Act in Sync*. BiblioGov.

²⁵² Acharya, V. (2011). *The Dodd-Frank Act and Basel III Intentions, Unintended Consequences, Transition Risks, and Lessons for India*. Descargado de http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public_html/Dodd-Frank-Basel-and-India-by-Viral-Acharya.pdf.

internacional. Cabe esperar y ver cómo el gobierno estadounidense resolverá las diferencias existentes entre el marco regulador internacional y el nacional en los próximos años, así como sus efectos a nivel global.

5.2.6 Aplicación de los Principios del Derecho Bancario a la Supervisión en los Estados Unidos

Las entidades bancarias proporcionan servicios críticos a los consumidores e inversores a través de los diferentes sistemas de pagos, la intermediación de fondos y los sistemas de ahorros. Uno de los métodos para mantener la confianza en el sistema bancario es a través de la promoción de la estabilidad financiera. A esta estabilidad se aspira a través de la aprobación y mejora de principios y normas de conducta, así como de leyes que protejan tanto a estas entidades como a sus clientes. Si estas entidades bancarias funcionan correctamente, se trata de un sistema eficaz y competitivo que sirve para mantener la vitalidad de la economía de una nación²⁵³.

A pesar de que el sistema de regulación bancaria de los Estados Unidos es bastante complicado, podríamos establecer, de forma sumaria, que se basa en los siguientes principios:

1. Principio bancario de Solidez: Este principio se relaciona con la capacidad que tienen las entidades bancarias para cumplir de forma debida con sus obligaciones y sus deudas. Este principio está a su vez íntimamente relacionado con la liquidez del banco. En este sentido, dado que los depósitos están dirigidos normalmente a las operaciones activas, es necesario que las entidades bancarias cuenten con un capital mínimo y con un seguro de los fondos depositados. En este sentido, como indicamos anteriormente, la regulación bancaria es una normativa que debe prevenir el hundimiento de las instituciones bancarias, y esto se lleva a cabo a través de medidas que controlen los riesgos y aseguren la existencia de un capital adecuado. Por ello, basado en este principio bancario de solidez, se han

²⁵³ El número de jurisdicciones que han establecido ya un sistema de seguro de depósito o están considerando un sistema de depósito ha crecido en estos últimos años. A fecha de 31 de enero de 2014, 113 jurisdicciones a nivel internacional ya han instituido algún tipo de seguro de depósitos respecto a las 12 jurisdicciones que existían en 1974. En otras 40 jurisdicciones ya están estudiando este sistema y su implementación.

aprobado un sinnúmero de medidas e instituciones cuyo objetivo es asegurar la indemnización a través de los pagos del seguro del dinero depositado en caso de pérdida y la prevención del riesgo sistémico²⁵⁴.

2. Principio bancario de Legalidad: Las relaciones bancarias se encuentran sometidas al mandato imperativo de la ley. Hoy en día, consecuencia de las más recientes crisis financieras, la tendencia actual gira en torno al hecho de la creación de una normativa que permita la posibilidad de tomar una acción correctiva rápida. En este sentido, las entidades bancarias cuentan con medidas que establecen un posible cierre de las mismas antes de que el capital de la entidad bancaria sea negativo, de manera que los depositantes no asegurados no se expongan a riesgos de infracapitalización.
3. Principio bancario de Seguridad: Este principio establece que las entidades bancarias deben garantizar los depósitos y la rentabilidad de las inversiones, así como la devolución del capital invertido tan pronto como el cliente lo solicite. Todo ello está basado en el hecho de que el cliente deposita su dinero y sus ahorros debido a la relación de confianza que tienen con las entidades bancarias que para salvaguardar sus intereses.

En este sentido, el derecho bancario estadounidense ha evolucionado para aumentar la seguridad de los depósitos, ahorros y las inversiones de sus clientes bancarios. Con este objetivo, en febrero de 2005, el Congreso de Estados Unidos aprobó la Ley de Reforma del Seguro de Depósito Federal (*Federal Deposit Insurance Reform Act* o FDIRA por sus siglas en inglés) que llevó a cabo cambios a la FDIC²⁵⁵. Esta reforma logró concretamente:

- El aumento de la cobertura de los depósitos federales de 100.000 dólares hasta 250.000 dólares²⁵⁶;
- La fusión de los dos fondos de seguros de depósitos federales que la FDIC gestiona;
- La concesión de crédito a los bancos que habían contribuido con los pagos

²⁵⁴ Harrington, S. (2009). The Financial Crisis, Systemic Risk, and the Future of insurance Regulation. Descargado de http://www.naic.org/documents/topics_white_paper_namic.pdf.

²⁵⁵ Esta ley fue aprobada en 2005. Se puede encontrar detalles sobre esta norma en FDIC (2015), *Reform of Deposit Insurance*. Descargado de <http://www.fdic.gov/deposit/insurance/reform.html>.

²⁵⁶ Dicha cobertura pretende minimizar los efectos negativos de posibles malas prácticas bancarias y servir de protección para los depositantes-acreedores.

a los fondos de seguros de los depósitos tras la crisis de las cajas de ahorros y las entidades de préstamos; y,

- La devolución de dinero a los bancos si el nivel de los fondos de seguro de los depósitos federales supera el 1,50% del total de los depósitos asegurados.

Esta reforma se llevó a cabo dada la incapacidad del anterior fondo de seguro bancario (*Banking Insurance Fund* o BIF por sus siglas en inglés) para hacer frente a la crisis de las cajas de ahorros y de las instituciones de préstamos en 1980. Aunque el BIF estaba financiado por primas pagadas por los bancos, resultó ser insuficiente debido al fracaso de cientos de bancos y cajas de ahorro. Por lo que tuvo que ser subsidiado con más de 200.000 millones de dólares provenientes del gobierno federal. En estos momentos, para evitar que ocurra lo mismo existen las primas del seguro de los depósitos federales basadas en el tipo de riesgo que posee la entidad bancaria. Por ello, es realmente importante que exista un mayor control de las entidades bancarias y de las entidades financieras y que se establezcan requisitos sobre el capital adecuado y supervisión de la cualificación.

5.2.7 El Marco Regulador Actual de Supervisión Bancaria Norteamericano

Como se indicó previamente, en Estados Unidos, las entidades bancarias están sometidas a un sistema de regulación dual, es decir, tanto a nivel estatal como a nivel federal, y las responsabilidades de supervisión son compartidas por varias agencias federales y estatales. Sorprendentemente, a pesar de esta división interna de competencias y la aparente confusión en la regulación del sector bancario, Estados Unidos fue uno de los primeros países, junto con el Reino Unido, en establecer un modelo de regulación nacional basada en los requisitos de capital sensible al riesgo a mitad de la década de los 80's. Esto permitió a los Estados Unidos liderar y establecer los estándares de capitales a nivel internacional.

A modo de recapitulación, las agencias federales más relevantes encargadas de la supervisión en el sector bancario, conforme a lo visto previamente, son:

1. La Oficina del Controlador de la Moneda (*Office of the Comptroller of the Currency* u OCM por sus siglas en inglés). Esta agencia fue creada para

supervisar a los bancos nacionales pertenecientes al Tesoro estadounidense y que está encargada de la regulación bancaria.

2. La Reserva Federal (*Federal Reserve* o FED por sus siglas en inglés). La FED se constituye como el banco central de Estados Unidos y tiene la finalidad de supervisar a los bancos que habían optado por pertenecer al Sistema de la Reserva Federal.
3. La Corporación Federal de Seguro de Depósitos (*Federal Deposit Insurance Corporation* o FDIC por sus siglas en inglés). Está encargada de supervisar a los bancos estatales asegurados que no forman parte del Sistema de la Reserva Federal y a las Cajas de Ahorro Estatales (*State-Chartered Saving Banks*)²⁵⁷.
4. La Oficina de Supervisión del Ahorro (*Office of Thrift Supervision*). Esta oficina estaba encargada de supervisar a las Asociaciones y las cajas de ahorro federales (*federal-chartered saving banks*), pero fue abolida por la Ley *Dodd-Frank*.
5. La Oficina de Protección del Consumidor Financiero (*Consumer Financial Protection Bureau* o CFPB por sus siglas en inglés). La CFPB ha sido creada por la Ley *Dodd-Frank* en el año 2010. Perteneció al Consejo de la Reserva Federal y está encargada de supervisar el comportamiento de los bancos, las cajas de ahorro, las empresas de inversión y otras entidades que ofrecen servicios de ejecución hipotecaria y de recaudación de deudas.

Sin lugar a dudas, la reforma más importante del marco regulador de supervisión bancaria estadounidense se establece mediante la Ley *Dodd-Frank*, que fue aprobada en 2010 bajo el mandato de la Administración del Presidente Barack Obama. Esta Ley contiene artículos claves relativos al marco de reforma institucional de la regulación bancaria y de la supervisión en los Estados Unidos. Respecto al sector bancario podemos destacar que se llevaron a cabo las siguientes reformas²⁵⁸:

1. Creación de un nuevo Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Oversight Council*), encargada de identificar y responder a los riesgos emergentes de todo el sistema financiero. Está compuesta por reguladores de los servicios financieros y la preside el Ministro del Tesoro.

²⁵⁷ Al igual que la Reserva Federal, este organismo es una agencia federal independiente

²⁵⁸ Wolters Kluwer Law & Business Attorneys-Editors (2010). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Law, Explanation and Analysis*. Wolters Kluwer.

2. Creación de la Oficina de Protección del Consumidor Financiero como parte del Consejo de la Reserva Federal.
3. Aprobación de nuevas facultades del Ministro de Hacienda, de la FDIC y de la FED para cerrar y liquidar grandes instituciones financieras conocidas como “*too big to fail*”, de una manera que no afecte el normal desarrollo del mercado.
4. Abolición de la Oficina de Supervisión del Ahorro (*Office of Thrift Supervision*) con la consiguiente redistribución de sus responsabilidades entre las restantes tres agencias federales encargadas de la supervisión.
5. Supervisión y regulación de todos los bancos, cajas de ahorro, empresas bancarias tenedoras de acciones y de las instituciones financieras no bancarias con activos que superan los 50.000 millones de dólares por parte de la FED, al igual que la supervisión de las filiales no bancarias de las empresas tenedoras de acciones.

5.2.8 Potestad Normativa para Tomar Medidas de Cumplimiento

La nueva normativa de supervisión del sistema bancario trata de adoptar los principios rectores del derecho bancario previamente indicados, y de solucionar los problemas de la industria bancaria actual. En este contexto, los organismos reguladores encargados de la supervisión de las principales entidades bancarias y de las cajas de ahorros han sido facultados para tomar medidas que aseguren el cumplimiento de las leyes bancarias, siendo posible para ello sancionar tanto a las instituciones financieras como a las empresas afiliadas a dichas instituciones si fuese necesario. Hasta 1966, los organismos supervisores estadounidenses contaban con dos medidas básicas para llevar a cabo el cumplimiento de las leyes bancarias: la persuasión moral y la posibilidad de ordenar el cierre de las instituciones incumplidoras. A través de la persuasión moral los reguladores trataban de persuadir a las entidades bancarias para que estas cumpliesen con la ley y siguiesen las buenas prácticas bancarias de manera rigurosa. En los casos en los que la persuasión moral no funcionaba, los supervisores podían sancionar a las instituciones incumplidoras o disolverlas, forzando la presentación de un proceso de bancarrota seguida de una venta o liquidación, o a través del nombramiento de un tutor que dirigiese a la

institución.

A partir de 1966, los reguladores consultaron con los organismos supervisores y decidieron que eran necesario mecanismos adicionales para el cumplimiento de las leyes bancarias. Fue entonces cuando el Congreso de los Estados Unidos promulgó la Ley de Supervisión de Instituciones Financieras (*Financial Institutions Supervisory Act* o FISA por sus siglas en inglés). Esta ley concedió a los organismos supervisores federales la capacidad para emitir órdenes de cese y desistimiento, la posibilidad de destituir a los órganos de gobiernos de las entidades bancarias y la capacidad de emitir decisiones y prohibiciones de carácter vinculante²⁵⁹. Estas capacidades sancionadoras y la jurisdicción de los organismos de supervisión se extendieron a todos los bancos federales y estatales, así como a las cajas de ahorros federales y estatales. Más tarde en 1974, la FED fue capacitada para llevar a cabo la supervisión de los *holdings* bancarios; al igual que ocurrió con la agencia denominada Administración Nacional de Cajas de Ahorros (*National Credit Union Administration* o NCUA en inglés) que obtuvo facultades similares sobre las cajas de ahorros en 1970.

En 1989, en un intento por manejar la crisis de préstamos y ahorros y las numerosas caídas de los bancos, el Congreso de los Estados Unidos promulgó la Ley de Cumplimiento, Recuperación y Reforma de las Instituciones Financieras (*The Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act* o FIRREA por sus siglas en inglés)²⁶⁰. Esta ley llevo a cabo la reforma del marco supervisor de las entidades financieras y creó un nuevo conjunto de autoridades encargadas de la supervisión de las mismas. Reformó además numerosas disposiciones contempladas en la Ley sobre Depósito Federal, la Ley de Préstamos a Propietarios de Vivienda y la Ley Federal sobre la Vivienda²⁶¹ para resolver la crisis existente. La Ley FIRREA también permitió a las empresas holding adquirir cajas de ahorro, e introdujo además nuevas regulaciones para las tasaciones de inmuebles para su financiamiento. Asimismo, estableció ciertos requerimientos de capital para las entidades de créditos

Un cambio significativo que aportó la Ley FIRREA consistió en la posibilidad de presentar demandas a partir de ese momento no solo contra los gestores, directores, empleados, agentes u otros miembros de la institución financiera, sino

²⁵⁹ Federal Deposit Insurance Corporation (2015). *Important Banking Laws*. Descargado de <https://www.fdic.gov/regulations/laws/important/index.html>.

²⁶⁰ Federal Deposit Insurance Corporation (2015). *Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989*. Descargado de <https://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/8000-3100.html>.

²⁶¹ *Id.*

contra las instituciones afiliadas a las mismas e inclusive contra los accionistas. La sección 1813(u) de la FIRREA estableció el modo de solicitar la restitución, el reembolso, y otras acciones en caso de responsabilidad de las instituciones financieras. Asimismo, el FDIC recuperó su capacidad de supervisión sobre todas las entidades depositarias aseguradas en caso de que la autoridad encargada de su cumplimiento no fuese lo suficientemente rigurosa.

Cabe mencionar que la Ley FIRREA otorgó responsabilidades adicionales a las empresas *Freddie Mac* y *Fannie Mae* para garantizar las hipotecas de familias con ingresos bajos. Finalmente, esta ley dio al gobierno una autoridad amplia para iniciar demandas y para establecer responsabilidad en los casos de fraudes comerciales, la cual fue usada después de la crisis de hipotecas *subprime* a fin de imputar responsabilidad a los bancos que supuestamente habían dado con dolo información errónea a la Administración Federal de Vivienda (*Federal Housing Administration*) relativa a la calidad de los préstamos hipotecarios.²⁶²

Por otro lado, la Ley de Mejora FDIC de 1991 (*Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act* o FDICIA por sus siglas en inglés) estableció el sistema basado en la “acción de pronta recuperación” cuya premisa era reducir la pérdida total sufrida por los fondos del Seguro de Depósito Federal, de manera que se presionaba a los reguladores para que se tratasen temas de deficiencia de capital previo a las insolvencias técnicas²⁶³. Así, instituciones con capital inadecuado tenían que cumplir con un plan de restauración del capital. En caso de que las instituciones no lo llevase a cabo, entonces podría prohibírseles la realización de ciertas actividades, podrían ser sancionadas, o podrían retirárseles los poderes a sus gerentes y directores²⁶⁴.

En 1990, se aprobó la Ley de Fraude de Bancos y Cajas de Ahorros (*Crime Control Act*). Esta ley es parte de una serie de leyes de “control de delitos”, que establecen medidas cautelares, previas a la toma cualquier decisión judicial para prevenir el fraude²⁶⁵. Por último, la Ley *Annunzio-Wylie* de Lavado de Dinero de 1992 (*Annunzio-Wylie Anti-Money Laundering Act*) estableció las causas para la destitución y la prohibición de los gestores, así como de los directores involucrados en

²⁶² Lattman, P. (2012, 9 de octubre). U.S. Sues Wells Fargo, Accusing It of Lying About Mortgages. *The New York Times*. Descargado de http://dealbook.nytimes.com/2012/10/09/u-s-sues-wells-fargo-alleging-mortgage-deceit/?_r=1.

²⁶³ Federal Deposit Insurance Corporation (2015). *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991*. Descargado de <https://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/8000-2400.html>.

²⁶⁴ *Id.*

²⁶⁵ Véase supra nota 259.

operaciones de lavados de activos²⁶⁶.

Ya en el año 2000, los mismos bancos se comprometieron a establecer normas para proporcionar mayor seguridad y estabilidad financiera. Gracias a este compromiso, se establecieron los límites y estándares de responsabilidad, así como medidas para proteger la propia reputación de las entidades bancarias. Lo más importante de toda esta evolución del marco legal de supervisión es que las instituciones financieras resultaron obligadas al cumplimiento de las leyes bancarias y de las normas de la SEC. Además, estas instituciones son, ahora más que nunca, objeto de investigaciones penales y centro de atención de procesos judiciales del Ministerio de Justicia y de la Fiscalía General (*Attorney General's Office*).

5.2.9 Tipos de Acciones por Incumplimiento bajo la Ley FIRREA

La Ley FIRREA, tal y como abordamos anteriormente, establece las facultades de las agencias bancarias federales para llevar a cabo el cumplimiento de las leyes financieras. Dichas agencias pueden presentar demandas por incumplimiento contra las instituciones financieras y contra sus instituciones afiliadas por incumplimiento de las leyes bancarias. La sección 1813 de esta ley establece, por otro lado, la responsabilidad y las normas de control de los directores, agentes, accionistas y agentes. Esta ley incluye igualmente el régimen de responsabilidad de cualquier contratista independiente, abogado, evaluador, contable, que a sabiendas o por negligencia fuesen partícipes en la violación de cualquier ley o normativa, y en concreto las violaciones del deber de fiducia que causasen o fuesen capaz de causar una pérdida financiera, o que produjesen efectos adversos para una institución depositaria no asegurada.

De esta manera, podemos mencionar que existen tres tipos de órdenes que las nuevas organizaciones encargadas de la supervisión financiera, de acuerdo a la Ley FIRREA, pueden llevar a cabo:

1. La primera son las denominadas órdenes de consentimiento. Una orden de consentimiento es una orden de cese y desistimiento emitida por una agencia reguladora. La junta del banco deberá cumplir con esta orden en

²⁶⁶ The United States Department of Treasury (2015). *History of Anti-Money Laundering Laws*. Descargado de http://www.fincen.gov/news_room/aml_history.html.

nombre de la entidad bancaria. También pueden emitir este tipo de órdenes las agencias oficiales. Cualquier violación de la orden de consentimiento llevará acarreada multas pecuniarias civiles contra los directores, gerentes o instituciones afiliadas.

2. También existen órdenes formales de cumplimiento. Estas órdenes tienen el mismo efecto legal que las órdenes de consentimiento, pero se imponen de manera involuntaria tras emitir una “Notificación de Acusaciones”, relativa a una audiencia ante un juez administrativo, y alcanzar una decisión y una orden final por parte de la agencia. Estas órdenes son apelables en los tribunales de apelación. Su función principal es corregir las condiciones adversas que existen por el desarrollo de una actividad determinada, y proceder a la restitución o la indemnización por parte de la institución de depósito por la actividad negligente.
3. Finalmente, la llamadas órdenes de destitución y prohibición son válidas cuando se cumplan con la existencia de los siguientes requisitos:
 - (i) Violación de una ley financiera o una orden de cese y desistimiento;
 - (ii) El desarrollo de una práctica insegura, o un acto u omisión que conlleve una violación del principio de fidelidad;
 - (iii) Un perjuicio a los intereses de los depositantes;
 - (iv) Un beneficio o enriquecimiento injusto por parte del infractor; y,
 - (v) La intención por parte del infractor de defraudar o su indiferencia por el cumplimiento de las leyes bancarias, la normativa actual o alguna otra orden.

5.3 El Derecho Bancario en España

5.3.1 La Supervisión del Sistema Bancario Español

5.3.1.1 Consideraciones Generales

En relación a las funciones supervisoras del BE, La Ley 13/1994, de 1 de Junio, que describe sus principios generales, establece que “[e]l Banco de España deberá supervisar, conforme a las disposiciones vigentes, la solvencia, actuación y

*cumplimiento de la normativa específica de las entidades de crédito y de cualesquiera otras entidades y mercados financieros cuya supervisión le haya sido atribuida*²⁶⁷. Analizando este texto, podemos concluir que la responsabilidad del Banco de España en la crisis fue muy importante, y por ello es necesario revisar las posibilidades que ofrece un modelo de supervisión bancaria.

Ante todo, no podemos olvidar que la idea de crear un modelo de supervisión bancaria no es más que el de controlar a las instituciones supervisadas desde un punto de vista de capitalización, balance equilibrado de las cuentas y control de riesgo. Esto, obviamente, no funcionó durante la crisis.

Como se verá posteriormente, el modelo de supervisión bancario español se caracteriza (atendiendo a la teoría del modelo) por la cercanía a las entidades, superando así el rutinario modelo basado solo en el control de cuentas y de normas administrativas. Este modelo, debemos decir, ha logrado adaptarse a las exigencias europeas e internacionales y destaca por su capacidad para analizar la viabilidad futura de las propias entidades, es decir, la actitud proactiva del propio regulador va mucho más allá de lo que quizás se concibe como supervisión.

Por último, es necesario mencionar que el esquema actual de regulación prudencial y supervisión orientada al riesgo de España cumple con los principios básicos de los Acuerdos de Basilea para una supervisión efectiva. En este sentido, las exigencias de capital estipuladas por la legislación española son adecuadas y más intensas que las fijadas por los estándares internacionales. La base de la supervisión es una muy exigente para la calificación de préstamos y posee unas reglas de provisiones y procedimientos de cumplimiento muy estrictos. Asimismo, existe un amplio control de riesgos que permite un seguimiento puntual de los riesgos de crédito de las carteras.

Por último, cabe destacar que la supervisión de las cajas es muy similar a la supervisión del sistema bancario, aunque, existen algunas diferencias dada las características de las cajas, cuyo origen y vinculación con las comunidades autónomas explica que estas conserven algunas capacidades reguladoras y supervisoras (por ejemplo, órganos de gobierno, transparencia, protección de los consumidores, etc.), compatibles con la capacidad supervisora del Banco de España, que es común para todo el sistema en lo que respecta a la solvencia y estabilidad

²⁶⁷ Véase el texto de la referida ley en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1994-12553>.

financiera.

5.3.1.2 Estructura de la Supervisión del Sistema Financiero Español

La supervisión del sistema financiero español está organizado de manera que existen tres grandes instituciones supervisoras que vigilan los mercados del sistema bancario, de los seguros y fondos de pensiones y de los mercados de valores. En este capítulo analizaremos únicamente el sistema bancario.

Dentro del sistema bancario, el Banco de España es el responsable de la supervisión y regulación de las entidades de crédito. La Ley 13/1994, de 1 de junio, sobre la Autonomía del Banco de España, estableció el marco básico de supervisión y regulación. En el artículo séptimo de esta Ley se establece que le corresponde al BE promover el buen funcionamiento y la estabilidad del sistema financiero, y se le atribuye la función de supervisar, conforme a las disposiciones vigentes, la solvencia, la actuación y el cumplimiento de la normativa específica de las entidades de crédito²⁶⁸. Esta ley incorporó además el Banco de España al Banco Central Europeo (BCE), lo que supuso la autonomía del BE en la ejecución de la política monetaria. Sin embargo, tras la creación de la Unión Monetaria, esta función fue asumida íntegramente por el BCE mediante las decisiones de su Consejo, en el que participan los gobernadores de los bancos nacionales, siendo estos responsables de su instrumentación.

La norma del régimen de autogobierno del BE es el Reglamento Interno del Banco de España aprobado por Resolución de 28 de marzo de 2000, del Consejo de Gobierno. Los órganos de gobierno del BE están integrados por:

- El Gobernador y el Subgobernador, nombrados por el Gobierno, ambos con un mandato de seis años no renovable;
- El Consejo de Gobierno, constituido por los funcionarios antes indicados, seis consejeros nombrados a propuesta del Ministerio de Economía (con mandatos de seis años renovables una vez), la Dirección General del Tesoro y el Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de

²⁶⁸ Véase el texto completo de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España en <http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1994-12553>.

Valores; y, con voz pero sin voto, los directores generales del banco, el Secretario General del mismo, y el representante de personal; y,

- La Comisión Ejecutiva, integrada por el Gobernador y Subgobernador, dos de los consejeros del Consejo de Gobierno, nombrados a propuesta del Gobernador; y los directores generales y el Secretario General, estos dos últimos sin voto.

El objetivo fundamental del proceso supervisor es determinar y mantener actualizado el perfil de riesgo de cada entidad y tomar las medidas necesarias para corregirlo. Este perfil de riesgo resume en una única variable la posibilidad de que una entidad de crédito tenga problemas de solvencia, rentabilidad y liquidez en el futuro.

En España, cabe destacar que dentro de las instituciones financieras, el grupo dominante es el de las entidades de crédito, que manejan un 77% de los activos totales. Dentro del grupo de las entidades de crédito, son los bancos quienes tienen una representación mayoritaria con un 60% de los activos, seguidos por las cajas de ahorro con un 25%, y por las cooperativas y otros establecimientos de crédito, quienes comparten el 15% restante²⁶⁹.

La finalidad básica de la supervisión bancaria es salvaguardar la estabilidad del sistema financiero, tratando de impedir que las importantes funciones que desempeña el sector bancario en la economía sufran perturbaciones significativas o puedan llegar a colapsarse. Por ello, el supervisor dirige su atención a la solvencia y actuación de las entidades supervisadas. Esta labor se concreta en un doble aspecto:

1. Minimizar los efectos de las crisis individuales. En este sentido, aunque no se pueda evitar que existan entidades mal gestionadas o ineficientes, ya que la responsabilidad del buen hacer de los bancos recae directa y exclusivamente en sus gestores, la función supervisora consiste en diseñar y aplicar sistemas de análisis de las entidades que ayuden a prevenir la caída de las mismas y que permitan reducir el número, importancia y coste de las eventuales crisis que puedan producirse.
2. Luchar por conseguir la estabilidad financiera. Para lograr este objetivo los organismos supervisores requieren algo más que reducir las crisis

²⁶⁹ Banco de España (2015). Entidades de Crédito y Establecimientos Financieros de Crédito. Descargado de <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/bolest4.html>.

individuales e impedir que una o varias crisis individuales generen incumplimientos en cadena que afecten al sistema. Es imprescindible asegurar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos e implantar la debida protección frente a los riesgos de contagio. En consecuencia, la reducción del denominado riesgo sistémico es sin lugar a dudas una preocupación—y una tarea supervisora—de primera magnitud, a la que se dedican los mayores esfuerzos.

La Ley 10/2014, de 26 de junio, de Ordenación, Supervisión y Solvencia de Entidades de Crédito (LOSS) fija la nueva base de la actuación supervisora del BE²⁷⁰. La LOSS surgió como respuesta a la necesidad de adaptar la regulación de las entidades de crédito al marco regulatorio recién creado de la Unión Europea y a la armonización para la creación de la Unión Bancaria, que más tarde analizaremos en detalle. Esta ley supuso la creación de un régimen único jurídico para las entidades de crédito²⁷¹.

Tras la entrada en funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión, el 4 de noviembre de 2014, la supervisión de las entidades de crédito españolas y de los demás países de la Eurozona se ejerce en el marco de dicho mecanismo, en el que participan las autoridades nacionales, como el Banco de España y el Banco Central Europeo. Atendiendo al mandato legal recibido, la supervisión del BE, actualmente ejercida en el marco del Mecanismo Único de Supervisión, está diseñada con el objetivo de verificar el cumplimiento de las normas específicas bancarias de su competencia²⁷². El modelo de supervisión aplicado pretende asegurar la eficacia y la eficiencia de esta función, velando por que las entidades de crédito estén adecuadamente capitalizadas, cumplan la normativa vigente y sean prudentes en la gestión y control de su negocio y sus riesgos.

Recientemente, se ha aprobado a nivel europeo la Directiva 2014/59/UE del Parlamento y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE,

²⁷⁰ Esta norma derogó a la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

²⁷¹ *Id.*

²⁷² Banco de España (2015). Mecanismo Único de Supervisión. Descargado de http://www.bde.es/bde/es/areas/supervision/sup/Mecanismo_Unico/.

2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) no 1093/2010 y (UE) no 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo. Esta Directiva se constituye como una normativa de recuperación y resolución bancaria que contribuye con nuevos enfoques, herramientas y autoridades a la consecución de los objetivos anteriores²⁷³. En todo caso, el fortalecimiento de la eficiencia se consigue mediante la respuesta de las entidades a los estímulos de la competencia. De ahí se deriva que la actual supervisión bancaria no pueda ser de signo intervencionista, sino respetuosa con los mecanismos del mercado y con el margen de autonomía que en materia empresarial corresponde a los administradores y los gestores.

5.3.1.3 Modelo de Supervisión Español

El actual modelo español de supervisión se basa en cuatro principios:

1. La regulación efectiva y prudente del acceso y el ejercicio de la actividad financiera.
2. La supervisión continua de la recepción de información y la inspección de las entidades financieras.
3. La corrección e intervención de las entidades que no obedezcan el cumplimiento de la ley, así como las recomendaciones y los requerimientos establecidos en la misma.
4. La aplicación de un régimen sancionador que alcance a las entidades supervisadas y a sus administradores.

El propio modelo de supervisión bancario del BE establece que las entidades financieras han de tener, y de hecho tienen, una más estricta supervisión que el resto debido a su papel intermediario entre el crédito y el ahorro, y debido a su esencial labor para el mantenimiento de la situación general del país. Esto también se debe a que reciben importantes cantidades de fondos del público, así como el efecto positivo que tiene un sistema financiero solvente y bien gestionado sobre la estabilidad financiera y la actividad económica general.

Uno de los mayores obstáculos que existe en la actualidad en materia de control y supervisión es que la definición tradicional de entidad bancaria como aquella

²⁷³ Véase el texto completo de la Directiva en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0059&from=EN>.

que tiene por objeto la captación de fondos para invertirlos por cuenta propia, o aquella que administra y gestiona operaciones de préstamo y crédito asumiendo el riesgo de insolvencia de los prestatarios y se encarga de evitar problema liquidez, se ha quedado corta. Hoy en día, la actividad de las entidades de crédito ha evolucionado de forma paralela a las innovaciones financieras y tecnológicas. Por consiguiente, la proliferación de nuevos instrumentos cada vez más complejos, como por ejemplo futuros financieros, opciones, titulizaciones, derivados crediticios, etc., y la existencia de numerosos factores influyentes en la gestión diaria, como solvencia de las contrapartes, tipos de interés, tipos de cambio, vencimiento de las operaciones, procedimientos, legislación aplicable, estrategias y políticas, etc., configuran las obligaciones de las entidades bancarias que operan ante un amplio espectro de riesgos y que por esto precisamente han de sujetarse a un proceso de regulación y supervisión prudencial que garantice la confianza en el sistema.

Hay más razones que justifican la existencia de un régimen especial de supervisión administrativa de las entidades financieras, a saber:

- El importante papel que desempeñan las instituciones financieras en el desarrollo de la economía y, en particular, en los sistemas de pago y en la intermediación financiera;
- La naturaleza fuertemente apalancada del negocio bancario, que supone que inclusive una pequeña pero significativa reducción de sus activos puede conllevar efectos muy negativos sobre sus recursos propios y, en consecuencia, sobre su solvencia; y,
- El interés público que supone proteger el buen funcionamiento del sistema financiero, su eficiencia y estabilidad.

Por último, debemos entender que un modelo eficaz de regulación y supervisión promueve la fluidez de los mecanismos de intermediación financiera y genera un entorno de confianza en las instituciones por parte del consumidor financiero, pues obliga a las entidades de crédito a adoptar sistemas integrales y prudentes de gestión de riesgos, fomentando la competencia e impulsando las prácticas apropiadas de transparencia con la clientela y con los mercados en general. Por último, permite minimizar el impacto y el coste de las crisis bancarias y evitar que el denominado "riesgo de sistema" desencadene sus efectos.

En definitiva, la supervisión bancaria redunda en beneficio de:

- Las propias entidades de crédito, que encuentran así un cauce regulador sano y prudente para el desarrollo de su negocio y que disponen de un sistema de control adicional al ejercido por los administradores, accionistas, auditores internos y externos;
- Los depositantes e inversores, que pueden adoptar sus decisiones en un entorno de mayor confianza; y,
- La sociedad en general, que dispone de este modo de un sistema financiero sano y eficiente.

5.3.1.4 Marco Regulador de la Supervisión Financiera en España

Desde 1962, diferentes disposiciones legales han venido atribuyendo la facultad de supervisión de las entidades de crédito bancarias y de sus grupos consolidables al BE.

El marco jurídico vigente en España relativo a la supervisión y solvencia de las entidades de crédito es el siguiente:

- Ley 13/1994, de 1 de junio Autonomía del Banco de España;
- Ley 10/2014, de 26 de junio de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito;
- Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero;
- Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero;
- Real Decreto 771/2011, de 3 de junio, por el que se modifica el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras y el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito;
- Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero;
- Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras;

- Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito;
- Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos; y,
- Circular 2/2014, de 31 de enero, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias contenidas en el Reglamento (UE) n.º 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

Por otra parte, la tabla que sigue a continuación indica la delimitación básica actual de las competencias del BE, en materia de supervisión bancaria:

Tabla 1. Delimitación de Competencias Legales del Banco de España

Norma	Ámbito	Contenido
Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.	Entidades de crédito, otras entidades y mercados.	Establece que el BE deberá supervisar la solvencia y cumplimiento de las entidades de crédito y de cualesquiera otras entidades y mercados financieros cuya supervisión le haya sido atribuida.
Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.	Entidades de crédito	Atribuye al Banco de España la función supervisora y sancionadora de las entidades de crédito, sin perjuicio de las competencias atribuidas al Banco Central Europeo por el Reglamento UE 1024/2013. La función supervisora se extiende a los grupos consolidables de entidades de crédito con matriz en España y a las sucursales de entidades de crédito de Estados no miembros de la Unión Europea. En el caso de sucursales de entidades de crédito de Estados miembros de la Unión Europea, el Banco de España tiene competencia para realizar comprobaciones e inspecciones in situ de

		sus actividades en España.
	Mercado hipotecario	Atribuye al Banco de España el control e inspección de la aplicación de la Ley 2/1981, sobre Regulación del Mercado Hipotecario.
	Entidades de crédito	Otorga al Banco de España competencias para supervisar las operaciones entre la entidad y su matriz no financiera y sus filiales.
Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero.	Entidades de crédito	Atribuye al Banco de España el ejercicio y la coordinación de la supervisión adicional de las entidades reguladas de determinados conglomerados financieros (normalmente aquellos cuya matriz sea una entidad de crédito).
Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.	Mercado de deuda pública. Actuación de la banca en los mercados de valores	Faculta al Banco de España para la supervisión e inspección sobre todos los titulares y entidades gestoras del mercado de deuda pública, así como sobre las actividades relacionadas con el mercado de valores realizadas por entidades de crédito. En todos los casos en los que confluyan competencias del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ambas instituciones supervisoras coordinarán sus actividades bajo el principio de que la tutela efectiva de la solvencia y de las cuestiones de organización interna de las entidades afectadas recaen sobre la institución que mantenga el correspondiente Registro y la del funcionamiento de los mercados de valores sobre la CNMV.
Real Decreto 775/1997, de 30 de mayo, sobre Régimen Jurídico de Homologación de los Servicios y Sociedades de Tasación (por el que se desarrollan aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de	Sociedades de tasación.	Atribuye al Banco de España la vigilancia del cumplimiento de los requisitos de homologación y de otras disposiciones aplicables, incluidas las relativas a la elaboración de los informes y certificados de tasación con efectos en el ámbito del mercado hipotecario, o requeridos a las

Regulación del Mercado Hipotecario).		entidades de crédito.
Ley 1/1994, de 11 de marzo, de Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca.	Sociedades de garantía recíproca. Sociedades de reafianzamiento.	Atribuye al Banco de España el control e inspección de las sociedades de garantía recíproca y de las sociedades de reafianzamiento.
Ley 13/1996, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social.	Establecimientos de cambio de moneda	Atribuye al Banco de España la supervisión y control de las denominadas "casas de cambio" autorizadas para la compra y venta de billetes extranjeros y cheques de viajero.
Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago.	Entidades de pago	Atribuye al Banco de España el control e inspección de las entidades de pago y su inscripción en el Registro que se creará al efecto.
Ley 21/2011, de 26 de julio, de dinero electrónico.	Entidades de dinero electrónico.	Atribuye al Banco de España el control e inspección de las entidades de dinero electrónico, y su inscripción en el Registro que se creará al efecto.
Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.	Sociedad de gestión de activos procedentes de la reestructuración bancaria (SAREB).	Atribuye al Banco de España determinadas funciones de supervisión sobre esta Sociedad.
Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.	Establecimientos financieros de crédito.	Atribuye al Banco de España la función supervisora.

Fuente: Banco de España

A efectos prácticos, el modelo de supervisión funciona a través de una matriz de riesgos creada a partir de una serie de informes realizados por el BE, en base a una prioridad y un perfil recogidos en los dos siguientes cuadros²⁷⁴. La tabla 2 describe el sistema de prioridades utilizados por el Banco de España.

²⁷⁴ Banco de España (2011, 30 de junio). *Modelo de Supervisión del Banco de España*. Descargado de http://www.bde.es/f/webbde/COM/Supervision/regulacion/ficheros/es/modelo_de_supervision.pdf.

Tabla 2. Prioridades Usadas en la Matriz de Riesgos del Banco de España

Prioridad de la Entidad para la Supervisión	Significado
1	Prioridad máxima: constante atención, objeto de inspección <i>in-situ</i> intensa y muy frecuente. Se aplica a entidades muy sistémicas o con perfil de riesgo supervisor alto.
2	Alta prioridad: seguimiento especial, objeto de inspección frecuente. Se aplica a entidades sistémicas o con perfil de riesgo supervisor medio-alto.
3	Prioridad normal: se aplica a entidades en situación normal a inspeccionar dentro del programa de inspección temporal ordinario.
4	Baja prioridad: se aplica a entidades sin problemática especial y que por su escasa dimensión, por su actividad, por ser filiales de otra entidad o por sus características especiales no requieren inspección específica o pueden inspeccionarse con frecuencia inferior a la ordinaria.

Fuente: Banco de España

La Tabla 3 a continuación establece los criterios utilizados por el Banco de España para definir el perfil de riesgo de las instituciones financieras supervisadas.

Tabla 3. Perfiles Usados en la Matriz de Riesgos del Banco de España

Perfil de Riesgo Supervisor	Significado
Alto	La estrategia de capital de la entidad, los recursos propios mantenidos, los beneficios recurrentes, su gobierno corporativo o interno o los sistema de gestión y control de los riesgos se consideran claramente insuficientes para las actividades que la entidad desarrolla y los riesgos asumidos.
Medio-Alto	La estrategia de capital de la entidad, los recursos propios mantenidos, los beneficios recurrentes, su gobierno corporativo e interno y los sistemas de gestión y control de riesgos se consideran insuficientes para las actividades que la entidad desarrolla y los riesgos asumidos.
Medio-bajo	La estrategia de capital de la entidad, los recursos propios mantenidos, los beneficios recurrentes, su gobierno corporativo e interno y los sistemas de gestión y control de riesgos son adecuados a las actividades que desarrolla y los riesgos asumidos.
Bajo	La estrategia de capital de la entidad, los recursos propios mantenidos, los beneficios

	recurrentes, su gobierno corporativo e interno y los sistemas de gestión y control de riesgos son adecuados a las actividades que la entidad desarrolla y además los riesgos asumidos por la entidad (perfil de riesgo inherente) son bajos.

Fuente: Banco de España

De acuerdo a esto, las entidades bajo supervisión se encuadrarían dentro de la siguiente matriz, para así llevar un correcto y adecuado seguimiento de su actuación²⁷⁵:

Tabla 4. Matriz de Riesgo del Banco de España

Matriz de Riesgos Entidad: _____				
Tipo de Riesgo	Riesgo Inherente/Tendencia	Gobierno Interno	Gestión y Control del Riesgo	Riesgo Residual/Tendencia
Crédito	Bajo/creciente	Bueno	Aceptable	Bajo/creciente
Concentración de crédito	Bajo		Deficiente	Medio bajo
Cartera de renta variable	Medio bajo		Bueno	Medio bajo
Mercado	Bajo/estable		Mejorable	Medio bajo/estable
Tipo de cambio estructural	Medio bajo/estable		Mejorable	Medio alto/estable
Operacional	Bajo/creciente		Mejorable	Medio bajo/creciente
Liquidez	Bajo/estable		Bueno	Bajo/estable
Tipo de interés estructural	Medio bajo/decreciente		Deficiente	Medio alto/decreciente
Otros riesgos	Bajo/estable		Aceptable	Bajo/estable
Negocio	Medio bajo		Bueno	Medio
Reputacional	Bajo		Aceptable	Bajo
Agregación ponderada de riesgos y controles	Bajo/creciente	Mejorable		Medio bajo/creciente

²⁷⁵ *Id.*

Gobierno corporativo	Bueno	
Perfil de Riesgo de la Entidad	Medio bajo/creciente	
Valoración de los recursos propios	Aceptable/estable	
Perfil de riesgo supervisor	Medio bajo/creciente	
Entidad sistémica		
Prioridad de la Inspección		

Fuente: Banco de España

Sin entrar en más detalles, conociendo lo anterior y teniendo presente diferentes detalles contenidos en el Modelo de Supervisión Bancaria²⁷⁶ elaborado en Junio de 2011, es razonable pensar que la estructura de análisis metódico es plenamente válida aunque lo cierto es que el análisis del modelo se realiza con posterioridad a 2011 y no con anterioridad a este año.

Cabe hacer mención, por otro lado, a la facultad sancionadora del BE, en donde podemos observar que en el año 2009, se sancionaron a 104 directivos, mientras que en el año 2010 solo se sancionaron a 66 directivos. En 2011, esta cifra ascendió a 99 directivos; finalmente en 2012—el año quizás de mayor turbulencia financiera desde que comenzó la crisis—casualmente no se incluye ningún dato en el Informe de Supervisión del Banco de España²⁷⁷. ¿Puede ser esto fruto de no asumir los errores?

Si nos remontamos al año 2002, los informes de supervisión del BE hacen referencia a un alto grado de crecimiento del endeudamiento hipotecario que a largo plazo podrían afectar al equilibrio financiero de las entidades y que por tanto había que contemplar. Esto fue una gran llamada al principio de prudencia que tanto D. Jaime Caruana como D. Miguel Ángel Fernández Ordóñez, los dos gobernadores anteriores al actual en la entidad, se negaron a considerar, pues las previsiones que debieron hacerse no se hicieron. Por otra parte, se conoce que en el año 2006 los

²⁷⁶ *Id.*

²⁷⁷ Banco de España (2013, 27 de mayo). *Memoria de la Supervisión Bancaria en España, 2012*. Descargado de http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/MemoriaSupervisionBancaria/12/MSB_2012.pdf.

inspectores del BE ya habían avisado al poder político y a los directores de dicha entidad sobre la situación explícita que se estaba produciendo.

A raíz de la crisis surgieron las siguientes preguntas: ¿Debió actuarse con anterioridad para evitar el colapso producido? ¿Las exigencias de Basilea II tuvieron un rol en el origen de la crisis o fue simplemente falta de previsión por parte del organismo supervisor? ¿Las exigencias de las instituciones supervisoras fueron difíciles de cumplir por parte de las instituciones financieras?

Teniendo en cuenta que el BE recibe cada mes toda la información necesaria para realizar un examen exhaustivo de las entidades financieras, sumado a las inspecciones que esta puede realizar sobre dichas entidades, y el hecho de disponer de una Central de Información de Riesgos, podemos decir que la labor supervisora del Banco de España no fue para nada óptima.

De esta manera, si analizamos la situación española tras la crisis y los fraudes que fueron destapados posteriormente podríamos decir que la estructura de actuación ante riesgos no fue la acertada; hubo también falta de previsión, puesto que numerosos informes de los inspectores de esta entidad salieron a la luz con fechas anteriores al año 2007, y estos advertían de la situación que estaba por venir. Por todo ello, podemos decir que los altos directivos del BE hicieron un mal uso de dicha información²⁷⁸.

Concretamente, en el año 2012, D. Luis Linde, actual gobernador del BE, llegó a admitir que en años anteriores se actuó “*con poca decisión o de modo insuficiente o inadecuado*”²⁷⁹. Esta afirmación tiene sentido ya que, durante ese año, el BE debía asumir algún tipo de responsabilidad y admitir el error de no actuar a tiempo. Por otro lado, destaca el revelador dato que indica que la banca se financió en los años previos a la crisis gracias a la ayuda procedente del exterior, lo que puso a España en una posición deudora del 92% del PIB.

²⁷⁸ Por ejemplo, véase la carta enviada por la Asociación de Inspectores del Banco de España al Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Hacienda de fecha 26 de mayo de 2006, disponible en <http://www.jubiladosbp.com/files/201103/inspectores.pdf>.

²⁷⁹ De Barrón, I. (2012, 17 de febrero). El Banco de España Asume Fracaso. *El País*. Descargado de http://economia.elpais.com/economia/2012/07/17/actualidad/1342518625_716114.html.

5.3.1.5 El Modelo de Conducta de Reclamaciones del Banco de España

La necesidad de mejorar la relación de las instituciones financieras con sus clientes motivó la creación del Departamento de Conducta de Mercado y Reclamaciones (DCMR), de la Secretaría General. Este Departamento fue creado para estar al frente de la supervisión de la conducta del mercado, de la transparencia normativa, de las buenas prácticas, entre otros. El DCMR está capacitado para intermediar directamente con las instituciones financieras, llevando a cabo funciones de monitorización, supervisión, y vigilancia de la conducta del mercado y la aplicación de la normativa de transparencia.

Dicho departamento cuenta en su seno con la División de Supervisión de Conducta de Entidades. Según los parámetros del BE, la División refleja la importancia de un trato adecuado respecto a los usuarios de servicios financieros y su objetivo es promover las buenas prácticas en el mercado, ofreciendo un sistema eficaz para la resolución de conflictos y fomentar la educación financiera.

En el año 2014 se aprobó la reforma del DCMR y se añadió a la División de Supervisión una Unidad de Vigilancia e Inspección, cuya labor es equivalente a las existentes en relación con la solvencia de las entidades²⁸⁰. A partir de esta reforma el DCMR podrá incluir requerimientos de información, realizar inspecciones *in-situ* tanto a los servicios centrales como a la red de oficinas, y proponer medidas correctoras cuando sea necesario. Por otra parte, el BE retendrá íntegramente sus competencias de supervisión sobre las instituciones financieras registradas relacionadas con el sector financiero, distintas a las entidades de crédito. Con todo ello, el nuevo enfoque pretende responder a las demandas del aumento y la mejora de las relaciones de las entidades de crédito con sus clientes.

Concretamente, a partir de la reforma, el DCMR se comprometió a trabajar en líneas generales en materia de:

²⁸⁰ Banco de España (2014, 6 de junio). El Banco de España refuerza la supervisión de la transparencia informativa y la conducta de mercado de los bancos. Nota de Prensa. Descargado de http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/14/Arc/Fic/presbe2014_27.pdf

- Control de los servicios de atención y defensa al cliente de las instituciones financieras, de manera que estas actúen eficientemente para satisfacer las pretensiones de sus clientes²⁸¹;
- Verificación de la estructuración y comercialización de los productos bancarios, para el uso adecuado de los mismos, y la protección del consumidor;
- Aumento del control de la publicidad de productos bancarios, para aumentar la transparencia y evitar la deficiencia en las actuaciones de las entidades;
- Control de los procedimientos de actuación de las instituciones financieras y la aplicación de la normativa de transparencia y protección al consumidor; y,
- Tratamiento adecuado de denuncias recibidas por parte de las administraciones y organismos públicos, para corregir las actuaciones que sean pertinentes, informando de las acciones tomadas, y de sus resultados.

5.3.1.5.1 Ejecución de la Supervisión por parte del DCMR

Las operaciones llevadas a cabo por el DCMR son similares a las efectuadas en el marco de supervisión prudencial, es decir, se realizarán visitas a los servicios centrales de las entidades supervisadas y a sus oficinas. Asimismo, se adoptarán medidas correctoras cuando fuese necesario, se redactarán recomendaciones, e inclusive se procederán a las aperturas de expedientes sancionadores en contra de las instituciones financieras que violen la normativa vigente. Por último, se llevará a cabo un seguimiento a distancia relevante que permitirá el tratamiento y la corrección de la información disponible sobre dichas entidades. Principalmente, se dará seguimiento a los estados periódicos remitidos por las entidades al BE, y se procederá al análisis de las reclamaciones presentadas por sus clientes ante el BE.

El proceso de reclamaciones y quejas presentadas ante el BE constituye una pieza clave para el control del cumplimiento de la normativa de transparencia y protección del consumidor, así como el respeto de las buenas prácticas y uso

²⁸¹ Esto supondrá un aumento de la protección del consumidor y de la mejora de la reputación de la propia entidad.

financiero. Solo en el año 2014 se interpusieron más de 29.500 reclamaciones contra instituciones financieras, siendo esta una cifra inferior en un 15% a la registrada en el año 2013. Esta disminución parece corresponderse con la disminución en las reclamaciones derivadas de la aplicación de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios.

5.3.1.5.1.1 Cumplimiento de las Obligaciones de Transparencia

La regulación de la transparencia financiera resulta fundamental debido a la existencia de asimetrías informativas entre las empresas que operan en los mercados financieros y los consumidores. Esta normativa resulta favorable para el sistema financiero en su conjunto puesto que asegura que los consumidores financieros puedan tomar decisiones razonables de consumo basadas en información pertinente, y que las empresas, por su parte, se vean obligadas a someterse a un régimen que potencie una competencia sana entre las mismas. Todo ello redundaría en un mercado más eficiente, que se desarrolla responsablemente. El Servicio de Reclamaciones del BE es el órgano encargado de adoptar decisiones sobre el incumplimiento de las entidades financieras de la normativa de transparencia.

A este respecto, la Ley 26/1988, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, en su artículo 48.2, estableció las facultades reglamentarias para el desarrollo de un régimen de transparencia de las operaciones bancarias, siendo objeto de desarrollo inicialmente por la Orden de 12 de diciembre de 1989, sobre tipos de interés y comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las entidades, que a su vez se desarrolló a través de la Circular del Banco de España 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela²⁸². Dichas normas regulaban, en relación con la fase precontractual, algunos aspectos de la publicidad que las entidades debían hacer público tanto en sus oficinas como en la comercialización de los productos financieros y los servicios ofertados. Sin embargo, no fue sino hasta 1994, mediante la Orden de 5 de mayo, de transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, que se

²⁸² Banco de España (2015). *Transparencia de Operaciones y protección de la clientela*. Descargado de http://www.bde.es/bde/es/secciones/normativas/Regulacion_de_En/Estatal/Transparencia_1f9672d6c1fd821.html

determinó la obligación concreta de las entidades financieras de informar al cliente de manera previa a la formalización del contrato, y sobre las condiciones de la financiación hipotecaria que se iba a formalizar.

Por su parte, ya en 2009 se llevaron a cabo las más importantes reformas legislativas en materia de contratación bancaria, y en particular de la normativa de transparencia²⁸³. Esta reforma significó un avance en la regulación de transparencia en el mercado bancario. Concretamente, en las leyes de 2009 se enumeran en detalle el contenido mínimo que debe figurar en los contratos que regulan, entre otros, los requisitos de información previa a la contratación. En este sentido, destaca la Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito, donde se incluyen las obligaciones de comunicación de ciertos aspectos que se producen en el marco de la relación contractual entre las entidades crediticias y sus clientes, a saber, la modificación de tipos de interés o comisiones, respecto a los extractos de cuenta corriente, información contenida en los documentos de liquidación de operaciones, etc. Además, esta ley detalla el contenido obligatorio mínimo que se debe dar a los clientes de los diferentes tipos de contratos²⁸⁴. Destaca, finalmente, el hecho de que las buenas prácticas han pasado a formar parte del texto normativo.

La supervisión en materia de transparencia bancaria y protección al cliente vio desde el mes de octubre de 2014 un aumento en las actuaciones de comprobación e inspecciones *in-situ*. Esto tuvo que ver con la creación del mecanismo de supervisión única y nuevo sistema de supervisión que provocó que los comités supervisores desarrollados visitasen los departamentos de los servicios de reclamaciones de las instituciones y asociaciones financieras para llevar a cabo el análisis de las reclamaciones presentadas en el BE contra las entidades supervisadas. Dichas visitas generaron la remisión de escritos a las entidades financieras reclamadas con observaciones y recomendaciones aprobados por la Comisión Ejecutiva del Banco de España. El principal motivo de estas verificaciones fue la resolución de las denuncias formuladas e infracciones en cumplimiento de la normativa de transparencia en lo referente a la publicidad, a la información precontractual y a la

²⁸³ *Id.*

²⁸⁴ Véase el texto completo de la Ley 2/2009, de 31 de marzo, en <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2009-5391>

información contractual proporcionada a sus clientes. Concretamente, se pudieron comprobar el nivel de incumplimiento de las obligaciones en materia de transparencia informativa²⁸⁵.

Dichas actuaciones abarcaron los siguientes aspectos:

- Verificación del cumplimiento del Código de Buenas Prácticas (CBP), establecido en el Real Decreto-Ley 6/2012, del 9 de marzo, de medida urgente de protección de deudores hipotecarios, que nació por las innumerables denuncias contra las instituciones financieras presentadas ante las instituciones públicas;
- Verificación de la transparencia bancaria y protección al cliente en materia de crédito al consumo;
- Verificación de la correcta contratación de productos financieros con los clientes; y,
- Verificación del cumplimiento de las obligaciones respecto de la presentación de informes al BE relativos a temas de transparencia.

5.3.1.5.1.2 Obligaciones de Divulgación de Información de Acuerdo a la Ley 10/2014, de 26 de junio

La Ley 10/2014, de 26 de junio, establece las obligaciones de divulgación de información de las instituciones financieras. De manera particular, la ley señala²⁸⁶:

- Respecto a los estados financieros, la ley prevé la posibilidad que el BE establezca y modifique las normas contables y los modelos para los estados financieros de las entidades;
- Respecto al informe bancario anual presentado como un anexo a los estados financieros, la ley establece la obligación de incluir datos sobre las entidades, e información sobre los lugares en donde estas están establecidas;

²⁸⁵ Banco de España (2014). *Memoria de la Supervisión Bancaria en España*. Descargado de <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/MemoriaSupervisionBancaria/14/MSB2014.pdf>

²⁸⁶ Véase el texto completo de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de Ordenación, Supervisión, y Solvencia de Entidades de Crédito, disponible en <https://www.boe.es/boe/dias/2014/06/27/pdfs/BOE-A-2014-6726.pdf>.

- Respecto a la información con relevancia prudencial, la ley establece la obligación de ofrecer información sobre la situación financiera de la entidad y la actividad que puede ser de interés para el mercado, a fin de evaluar los riesgos y la situación de solvencia de cada entidad; y,
- Respecto al gobierno corporativo y la política de remuneraciones, las entidades divulgarán toda esta información a través de su página web.

Cabe mencionar que esta Ley derogó dos normas básicas que habían configurado hasta ahora la regulación de las instituciones financieras en el mercado español. Estas fueron la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, y la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito. También derogó la Ley de Ordenación Bancaria (LOB), de 31 de diciembre de 1946, junto con otras normas de menor alcance. Continuando con la adaptación de la normativa europea CRR-CRD IV, se aprobó el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, que desarrolla la Ley 10/2014 y unifica en un único texto las normas de ordenación y disciplina de entidades de crédito. Concretamente, el Real Decreto antes indicado abarca, entre otros²⁸⁷:

- La autorización, el registro y la actividad de las instituciones financieras²⁸⁸;
- Las participaciones significativas;
- Medidas de gobierno corporativo y remuneraciones;
- La solvencia de las instituciones financieras;
- Las facultades supervisoras del BE; y,
- La supervisión adicional de las instituciones financieras y de los conglomerados financieros.

5.3.1.6 Regulación de la Solvencia de las Entidades de Crédito Españolas

La regulación de la solvencia de las entidades de crédito ha sido objeto de numerosos cambios durante los últimos siete años. La más amplia reforma de los requisitos de

²⁸⁷ Véase el texto completo del Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, que desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de Ordenación, Supervisión, y Solvencia de Entidades de Crédito, disponible en https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2015-1455.

²⁸⁸ La autorización se limita a las entidades bancarias.

solvencia fueron recogidos en la Circular 3/2008, que completa lo dispuesto en la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, por la que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficiente de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero²⁸⁹. Este proceso de reforma comprende también el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras²⁹⁰. Ambas trasladan lo dispuesto en las Directivas Europeas 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativo al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, y la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito.

De esta manera, la Circular antes mencionada tiene por objeto la estabilidad del sistema financiero, obligando a las entidades de crédito a operar con suficientes recursos propios para asumir los riesgos que existen en el desarrollo de sus actividades, así como a disponer de sólidos procedimientos de gobierno corporativo y de sistemas adecuados de control interno. Esta regulación aplica a todas las entidades de crédito individuales de nacionalidad española así como a los grupos consolidados de entidades de crédito españolas, mientras que las sucursales en España de entidades de crédito autorizadas en otros países del Espacio Económico Europeo están sujetas a las normas y a la supervisión de sus países de origen.

Cabe indicar una vez más que, en febrero de 2015, se publicó el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (LOSS)²⁹¹. La LOSS y el Real Decreto 216/2008 culminan el proceso de incorporación de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y de la supervisión prudencial de las entidades de crédito y de las empresas de inversión, por las que se modifica la Directiva 2002/87/CE, y se derogan la Directivas 2006/48/CE, 2006/49/CE, y 2011/89/UE. La Transposición de la Directiva europea 2013/36/UE supuso a su vez la aplicación de los principios de Basilea III que serán analizados posteriormente.

²⁸⁹ Véase el texto completo de la Circular 3/2008 en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Admin/c3-2008-be.html

²⁹⁰ Véase el texto completo del Real Decreto 216/2008 en <http://www.boe.es/boe/dias/2008/02/16/pdfs/A08667-08706.pdf>

²⁹¹ Véase supra nota 286.

5.3.2 Reforma Legislativa y Saneamiento del Sistema Financiero Español

Tomando en perspectiva toda esta crisis, comenzando desde el año 2007-2008, hasta el día de hoy, numerosos dispositivos legales han sido aprobados a fin de lograr la reestructuración bancaria como tal. En términos normativos estos son²⁹²:

- Real Decreto-ley 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros;
- Real Decreto-ley 7/2008, de 13 de octubre, de Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro;
- Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito (Vigente hasta el 15 de Noviembre de 2012);
- Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros;
- Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero;
- Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero; y,
- Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero.

A partir de esto, podemos analizar por secuencia los principales pasos que se han conseguido dar en la reestructuración bancaria²⁹³:

- En una primera etapa de la crisis, dos Decretos-Ley resultaron ser fundamentales: el Real Decreto-ley 6/2008 y el Real Decreto-ley 7/2008. Gracias a estos decretos se aprobó la creación del conocido Fondo de Adquisición de Activos Financieros o FAAF, con valor tope de 30.000 millones de euros, con el objetivo de adquirir los títulos emitidos por las entidades de crédito y así dotarlas de un mayor ratio de liquidez. Este

²⁹² Fernández, I. et al (2014). *La Reforma Bancaria en la Unión Europea y España: El Modelo de Regulación Surgido de la Crisis*. Civitas.

²⁹³ *Id.*

elemento se vio respaldado por el Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se fijan los importes garantizados a que se refiere el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito o FGDEC, y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, ampliando la cobertura máxima hasta los 100.000 euros por titular y por tanto, superando en 5 veces el antiguo techo situado en 20.000 euros. Esta medida fue tomada en conjunto por otros países de la Unión Europea para no verse perjudicados por la decisión de Irlanda de garantizar por dos años la totalidad de los depósitos de los seis grandes bancos de su país; y,

- Posteriormente, el Decreto-ley de Prórroga de los Presupuestos aprobó la concesión de avales de hasta 100.000 millones de euros para las operaciones financieras llevadas a cabo por las entidades bancarias con el objetivo de asegurar y respaldar el pasivo que dichas entidades contrajesen de una forma u otra.

Veamos, a continuación, con mayor detalle, cómo se ha procedido con la reestructuración bancaria en España.

5.3.2.1 El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)

El Real Decreto-ley 9/2009 creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)²⁹⁴. El FROB tenía como objetivo principal el facilitar la integración y funcionamiento de las entidades que eran viables mediante la reestructuración, así como dar una solución adecuada para aquellas entidades que no pudiesen ser viables. De esta forma, en ocasiones, se requirió de las denominadas fusiones, por las que varias entidades pasaban a ser una, viendo mejorado su ratio de solvencia, o al menos esa era la intención.

El capital del FROB en un primer momento disponía de 9.000 millones de euros²⁹⁵, sin embargo, también podía captar dinero de los mercados de valores. El FROB pasó a ser controlado por el Ministerio de Economía, el Congreso de los

²⁹⁴ Véase el texto completo del Real Decreto-ley 9/2009 en <https://www.boe.es/boe/dias/2009/06/27/pdfs/BOE-A-2009-10575.pdf>

²⁹⁵ 6.750 millones de euros fueron aportados por los Presupuestos Generales del Estado y remanentes del FAAF, y 2.250 millones de euros provienen de los distintos fondos de garantía.

Diputados y el Comité de Auditoría, y administrado por una comisión rectora de 8 miembros.

En la siguiente tabla se muestra las principales aportaciones del FROB a distintas entidades con fecha 2011:

Tabla 5. Aportaciones del FROB en el Sistema Financiero Español (2011)

Entidad	Tipo	Ayudas del FROB (Millones de €)
Banco Financiero y de Ahorros (BFA)	SIP ²⁹⁶	4.465
Catalunya Caixa	Fusión	1.250
Novacaixagalicia	Fusión	1.162
Banca Cívica	SIP	977
Banco Mare Nostrum	SIP	915
Caja España-Duero	Fusión	525
BBK Bank Cajasur	Adquisición	392
Unnim	Fusión	380

Fuente: Banco de España (febrero de 2011).

5.3.2.2 La Reforma de las Cajas de Ahorro en España

Para potenciar aún más la eficacia del FROB, el Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, dio lugar a la reforma en el régimen jurídico de las cajas de ahorro²⁹⁷. La idea era mejorar su funcionamiento y la calidad plena de los activos que tenían. Para ello, el régimen jurídico a implementar tenía que acercar las cajas a un sistema plenamente bancario tanto en la capitalización y adquisición de recursos como en la profesionalización de su actividad. Esto último fue un problema que se vino dando en este tipo de entidades pues sus órganos de gobierno estaban plagados de políticos insertados por sus propios partidos para facilitar la concesión de créditos y demás instrumentos, para apoyar y financiar las campañas electorales y un amplio abanico de actividades. Concretamente, se redujo la representación de Administraciones

²⁹⁶ El término SIP hace referencia a Sistemas Institucionales de Protección.

²⁹⁷ El texto completo del Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros se encuentra disponible en <https://www.boe.es/boe/dias/2010/07/13/pdfs/BOE-A-2010-11086.pdf>.

Públicas del 50% al 40% del total de las participaciones con derecho a voto. Así también, se hizo efectiva la incompatibilidad de cargos políticos electos con la presencia en el órgano directivo de la entidad; se impuso la cuota mínima del 50% de miembros con una cualificación especial y la obligatoriedad de presentar un informe anual corporativo.

5.3.2.3 Afianzamiento del Nuevo Sistema Financiero: Capitalización y Reestructuración

Desde que este proceso de reforma se iniciase en 2008 hasta bien entrado el año 2010 el sistema bancario en su conjunto concretó y cifró su depreciación de activos en una cantidad cercana al 9% del PIB de por aquel entonces²⁹⁸. En pleno 2010, y entrando en 2011, la situación no era la más favorable para adecuar una pura reestructuración en sus términos más severos. Por este motivo, sería a principios de 2011, concretamente en febrero de 2011 que a través del Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, se apostó por reforzar la capitalización de las entidades, de manera que la financiación les fuese más fácil de obtener; y, se apostó por proseguir con la reestructuración para llegar a completar las normas de competencia comunitarias. En este período, el FROB llevó a cabo también una segunda ronda de intervenciones como podemos apreciar en la siguiente tabla:

Tabla 6. Segunda Ronda de Intervenciones del FROB (2011)

Entidad	Capital (Millones de €)	Participación del FROB
Banco CAM (a)	5.249	100%
Catalunya Caixa	1.718	90%
Novacaixagalicia	2.465	93%
Unnim (b)	568	100%

Fuente: Banco de España (febrero de 2011). Elaborado por Fundación Ideas.

(a) Esta entidad se consideró no viable y fue adquirida por el FROB. Terminado su proceso de reestructuración fue vendida al Banco Sabadell.

(b) Esta entidad se consideró no viable y fue adquirida por el FROB. Terminado su proceso de reestructuración fue vendida al BBVA.

²⁹⁸ Maudos, J. (2015). *El Impacto de la Crisis en los Bancos Españoles: 2007-2010*, p. 7. Descargado de <http://www.uv.es/maudos/publicaciones/Impacto%20crisis%20banca2011.pdf>.

5.3.2.4 Medidas de Refinanciación y Reestructuración Empresarial

La Ley 17/2014, de 30 de septiembre, establece medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración empresarial. Dicha ley tiene por objeto el saneamiento financiero de una empresa, permitiendo que esta siga atendiendo a sus compromisos. Dicha Ley, junto con el Real Decreto-Ley 4/2014, de 7 de marzo, tienen por objeto la mejora del marco legal concursal de los acuerdos de refinanciación, por lo cual modifica la Ley Concursal 22/2003, del 29 de julio, y la Ley de Enjuiciamiento Civil 1/2000, de 7 enero. Concretamente esta ley permite la iniciación de negociaciones para alcanzar un acuerdo de refinanciación que suspenda las ejecuciones judiciales de bienes que resulten necesarios para la continuidad de la actividad profesional del deudor. También quedarán suspendidas las ejecuciones singulares presentadas por los acreedores financieros, siempre que se justifique. Por otra parte, se reforma también el régimen de la administración concursal en los siguientes puntos:

- Se introducen ciertos requisitos adicionales de aptitud y conocimiento para ejercer como administrador concursal, y se crea una sección IV de administradores concursales y auxiliares delegados en el Registro Público Concursal (RPC);
- Se modifica el sistema de designación del administrador concursal, que será desarrollado reglamentariamente;
- Se especifican los criterios para la remuneración de la administración concursal, para asegurar que la misma tenga en cuenta la calidad y los resultados del trabajo realizado; y,
- Se precisan las causas por las que un juez podrá separar del cargo a los administradores judiciales o revocar el nombramiento a los auxiliares delegados.

En este sentido, el Real Decreto-Ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes de materia concursal también modifica la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal para facilitar los acuerdos que permitan la supervivencia de empresas viables que entren en proceso de concurso.

Respecto a la regulación del convenio concursal, se aprobaron modificaciones en la propuesta del convenio para preservar la existencia de las empresas. Por ello,

la ley determina que solo podrá excluirse la cesión en pago a acreedores de aquellos bienes o derechos que no sean necesarios para la continuación de las actividades profesionales o empresariales, y cuyo valor razonable sea igual o inferior al crédito que se extingue. Asimismo, se amplía el quórum de la junta de acreedores que hubiesen adquirido sus derechos de crédito posteriormente a la declaración de concurso.

En materia de liquidación concursal, la ley pretende garantizar la continuación de la actividad empresarial, facilitando la venta del conjunto de establecimientos y explotaciones del concursado. De esta forma, la ley permite la subrogación del adquirente en los contratos y licencias administrativas que fuera titular el cedente.

Por último, el Real Decreto-Ley introduce modificaciones que cumplen con lo establecido en la sentencia Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de 17 de julio de 2014. En concreto, se modifica la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, de manera que el deudor hipotecario pueda interponer un recurso de apelación contra un auto que desestime su oposición a la ejecución si dicha ejecución se basa en la existencia de una cláusula contractual abusiva.

5.3.2.5 Adaptación de la Regulación Bancaria Española a la Normativa Europea

Como vimos en el apartado anterior, la Ley 10/2014, de 26 de junio establece ciertas obligaciones de divulgación. Sin embargo, su mayor importancia radica en que dicha ley se constituye en el instrumento legal por la cual la regulación bancaria española concluye su proceso de adaptación a la nueva regulación financiera de la UE.

En este sentido, la Ley 10/2014 establece las obligaciones en materia de solvencia y gestión de riesgos de las instituciones financieras. Concretamente, esta ley regula el funcionamiento de los órganos de gobierno y los instrumentos supervisores y sancionadores que las autoridades nacionales tendrán a su disposición. Destaca también el régimen de idoneidad e incompatibilidades de los altos cargos así como el régimen del gobierno corporativo y las políticas de remuneraciones. Esta ley también introdujo novedades en cuanto a limitaciones de los miembros del Consejo de Administración, los directores generales y asimilados de las instituciones financieras, de manera que el BE determine el número máximo

de cargos que se pueda ocupar simultáneamente, por ejemplo, en las instituciones financieras más complejas. De esta manera, los consejeros no podrán ocupar simultáneamente más cargos que los previstos por la ley; esto es, un cargo ejecutivo y dos no ejecutivos, o cuatro cargos no ejecutivos. Adicionalmente, el cargo de Presidente del Consejo será incompatible con el de Consejero Delegado, salvo autorización expresa del BE. Esta ley introdujo también la obligación de que las instituciones financieras tengan un comité de nombramientos y un comité de remuneraciones. Ambos comités deben estar integrados por miembros del Consejo de Administración que no desempeñen funciones ejecutivas en la entidad.

El BE, por su parte, podrá determinar las entidades que por su tamaño, organización interna y complejidad en sus actividades deban establecer un comité de riesgos, integrado por miembros del Consejo de Administración que no desempeñen funciones ejecutivas en la entidad, es decir, consejeros independientes. Las instituciones financieras que no estén obligadas a establecer un comité de riesgos, constituirán comités mixtos de auditoría de funciones paralelas.

En materia de solvencia, la Ley 10/2014 complementa el Reglamento No. 575/2013 en relación con la adecuación del capital de las instituciones financieras. Dicha Ley establece que las entidades deberán disponer de procedimientos necesarios para la evaluación del capital basado en los riesgos a los que las instituciones estén o puedan estar expuestas, según las operaciones que llevan a cabo. Las entidades deberán contar con reservas de capital de nivel 1 ordinario, en función de las características de la entidad. En este sentido, la ley establece cuatro colchones de reserva de capital²⁹⁹:

- Reserva de conservación de capital, aplicable a todas las instituciones por igual del 2,5% de sus exposiciones;
- Reserva de capital anticíclico, específico para cada entidad y de posterior desarrollo reglamentario;
- Reserva de capital para las entidades de importancia sistémica, diferenciando las entidades de importancia sistémica mundial del resto. En el primer caso, la reserva será del 1 al 3,5% del importe total de su exposición al riesgo. Mientras que para el resto de entidades, el BE tendrá potestad para imponer una reserva de capital de hasta el 2%; y,

²⁹⁹ Véase supra nota 248.

- Reserva de capital contra riesgo sistémico, que podrá ser exigido por el BE a todas las entidades, con el fin de prevenir los riesgos macroprudenciales acíclicos. En caso de incumplimiento, el BE podrá exigir el aumento de los recursos propios o imponer restricciones más estrictas en las distribuciones de capital.

La Ley también estableció los criterios que deberá tener en cuenta el BE para fijar los requisitos de liquidez para cada entidad. En esta línea, se designa al BE como entidad supervisora de las instituciones financieras, y se le concede la capacidad para tomar medidas y llevar a cabo el cumplimiento de la normativa de solvencia. El BE podrá acceder a cuanta información sea necesaria para llevar a cabo el seguimiento de las actividades; se regula igualmente la obligación de secreto de la información reservada en el ejercicio de su facultad supervisora.

En materia de supervisión prudencial, el BE podrá exigir a las instituciones el cumplimiento de las normas de solvencia, y podría llegar a la intervención y/o sustitución de sus órganos de administración de aquellas instituciones que incumplen con dichas normas de solvencia. El BE podrá también imponer multas pecuniarias u otros tipos de acciones como la suspensión de derecho a voto, amonestaciones públicas o privadas, o la revocación de la autorización para operar. Por último, cabe indicar que, para el mejor ejercicio de sus funciones, el BE puede suscribir acuerdos de colaboración con entidades de otros países de la UE, actuando bajo el principio de cooperación leal. El BE está encargado de establecer colegios de supervisores y de garantizar la cooperación con la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros.

5.4 La Unión Europea

5.4.1 La Crisis en el Contexto de la Unión Europea

Al inicio de la crisis financiera, las decisiones económicas que debían tomarse no estaban claras. No se sabía muy bien cómo hacer frente a un escenario tan negativo en varias zonas distintas geopolíticas como España, Grecia, Italia, Portugal o Irlanda. Adicionalmente, no existía un aparato político común, sino que había diferentes políticas bancarias y financieras, y en general la situación económica variaba

ampliamente de un país a otro. Al mismo tiempo que en España se vivía una gran crisis financiera, en el escenario económico mundial se respiraba una tremenda incertidumbre³⁰⁰. A escala internacional no existían certezas absolutas sobre el futuro de la economía, ni ningún tipo de seguridad a la que aferrarse con pies de plomo. Por otra parte, el carácter expansivo de las políticas mundiales no aplacaba todas las dudas. Quedó claro que el principal objetivo de las políticas a desarrollar era el crecimiento, o *growth* como se conoce en término anglosajón, siendo este la motivación de toda actuación. La palabra crecimiento pasó a estar en boca de los grandes mandatarios europeos y parece que este fue el pensamiento o la idea que inspiró a las instituciones de la Unión Europea para llevar a cabo la reforma del sistema financiero³⁰¹.

Sin embargo, podemos decir que el desarrollo de la actividad reformista para hacer frente a la crisis fue muy lento. Esto se debió, de nuevo, a las grandes diferencias de desarrollo de los sistemas financieros nacionales y a la ausencia de compromiso para alcanzar una normativa única en los diferentes países miembros.

5.4.2 La Unión Europea y la Regulación Bancaria Global

Las instituciones reguladoras de la UE en el sector bancario fueron creadas previamente a otras instituciones de servicios financieros como las instituciones reguladoras de los mercados de capitales o de los mercados de seguros. Sin embargo, en sus orígenes, las instituciones reguladoras y de supervisión bancaria de la UE mantuvieron poderes y una capacidad de acción bastante limitada. Todo ello porque mucho de los Estados Miembros no estaban dispuestos a renunciar a sus competencias en este ámbito³⁰². Por tanto, en materia de regulación prudencial bancaria, por ejemplo, y especialmente, en normativa de adecuación de capital, la UE

³⁰⁰ elmundo.com (2015). *La Crisis Económica Mundial/II*. Descargado de <http://www.elmundo.com.ve/firmas/blagdimir-labrador/la-crisis-economica-mundial-ii.aspx>.

³⁰¹ Frota, M. (2015). *Crise Financeira y Direito do Consumo*. En Revista Portuguesa de Direito do Consumo. Cabe indicar que el mencionado pensamiento de crecimiento se ve reflejado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el cual se constituye como un conjunto de normas para garantizar que los países de la Unión Europea mantengan unas finanzas públicas saneadas y coordinen sus políticas presupuestarias.

³⁰² Recordemos por ejemplo, que las reglas de la UE fueron diseñadas principalmente para promover la integración de los mercados y no con otro objeto. Por ello, las primeras leyes de la UE en materia del sector bancario fueron diseñadas principalmente para fomentar la integración de este sector, y no necesariamente para tratar temas de prudencia financiera.

optó desde un primer momento por duplicar los estándares internacionales ya acordados a nivel global en vez de crear un nuevo derecho que requería la aprobación y el consentimiento de los diferentes Estados Miembros³⁰³.

De la misma forma, el sector bancario fue el primer servicio financiero en ser objeto de la armonización dentro de la Unión Europea (UE). De nuevo, dado que la UE carecía de un modelo regulatorio propio sobre requerimientos de capital y debido a que no se producía ningún acuerdo entre sus miembros, esta se limitó a aplicar las normas internacionales existente a nivel europeo, teniendo en cuenta sus especificidades³⁰⁴.

A diferencia de cualquier otra rama del sector financiero, la regulación bancaria global se encuentra bastante bien establecida gracias a los acuerdos del Comité de Basilea sobre la Supervisión Bancaria. Establecido en 1974, este Comité se encargó de llevar a cabo las principales reglas de prudencia financiera y de requerimiento de capital en 1989 a través de los Acuerdos de Basilea I³⁰⁵. Quince años más tarde, en 2004, se llevó a cabo su revisión y mejora a través de los Acuerdos de Basilea II³⁰⁶; y seis años después se llevó a cabo su última modificación y cambios reflejados en los Acuerdos de Basilea III ya en 2010³⁰⁶.

En los Acuerdos de Basilea las entidades bancarias internacionales y las entidades financieras más importantes del mundo jugaron un papel fundamental, ya que fueron los principales impulsores de estos acuerdos³⁰⁷. Su influencia fue fundamental, por ejemplo, en el Acuerdo de Basilea II, ya que la mayoría de

³⁰³ Quaglia, L. (2014). *The European Union & Global Financial Regulation*. Oxford University Press.

³⁰⁴ Ibáñez Sandoval, J. y Domingo Otuño, B. (2015). *La Transposición de Basilea III a la Legislación Europea*, p. 70. Descargado de <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/13/Noviembre/Fic/ref2013253.pdf>.

³⁰⁵ Banco Central de Reserva de Costa Rica (2003). *Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea, Antecedentes, Síntesis del Nuevo Acuerdo y Comentarios sobre su Impacto*. Descargado de http://www.bccr.fi.cr/publicaciones/politica_cambiaria_sector_externo/DM-425-03_Nuevo_acuerdo_capital_Basilea.pdf.

³⁰⁶ Detallan los expertos en la materia que, durante las negociaciones de todos estos Acuerdos de Basilea, la UE tampoco fue capaz de presentar una única propuesta, puesto que los estados miembros contaban con distintas agendas y soluciones debido a sus respectivas estructuras nacionales de sus sistemas bancarios, así como sus propios problemas económicos.

³⁰⁷ Los Acuerdos de Basilea son emitidos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Basel Committee on Banking Supervision o BCBS por sus siglas en inglés). Actualmente, El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea está integrado por altos representantes de autoridades de supervisión bancaria y bancos centrales de Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Corea, España, Estados Unidos, Francia, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Italia, Japón, Luxemburgo, México, los Países Bajos, el Reino Unido, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Suecia, Suiza y Turquía. Sus reuniones suelen celebrarse en la sede del Banco de Pagos Internacionales (BPI) en Basilea (Suiza), donde se encuentra su Secretaría permanente.

novedades introducidas en este acuerdo fueron aportadas directamente por estas instituciones, y no por los gobiernos ni de la UE ni de los Estados Unidos. Las pequeñas entidades bancarias también obtuvieron varias concesiones, logrando el apoyo tanto en la UE como en los Estados Unidos. De todo ello se desprende un debate sobre si el derecho creado a nivel internacional es o no derecho legitimado. Lo cierto es que en el sector financiero las grandes empresas parecen haber tenido la iniciativa para llevar a cabo su regulación, y eso hace que muchos ciudadanos se sientan completamente “fuera” del sistema normativo financiero internacional.

5.4.3 La Regulación Bancaria Europea Postcrisis

Tras la crisis financiera global, y basado en el informe *Larosièr*³⁰⁸, la UE reformó todo el marco legal micro y macro prudencial de la supervisión financiera. Asimismo, se formó el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (*European Systemic Risk Board o ESRB*), encargado de monitorear el riesgo macroprudencial. Este Consejo transformó los comités reguladores nacionales en autoridades independientes con personalidad jurídica dotados con mayores poderes y un mayor presupuesto para llevar a cabo sus deberes.

En 2010, el Comité de Supervisores Europeos de la Banca (*Committee of European Banking Supervision*) dejó de existir y se creó la Autoridad Bancaria Europea (*European Banking Authority*) con el mismo número de miembros, reglas y formas de votación que su predecesor, pero con un presidente a tiempo completo. Esta autoridad bancaria está encargada de la coordinación de la aplicación de los estándares de supervisión, así como de la cooperación de los supervisores de los Estados Miembros; y lleva a cabo estándares técnicos y realiza las pruebas de estrés para los bancos. Adicionalmente, se crearon guías de interpretación para ayudar a las instituciones nacionales a interpretar el nuevo marco regulador. Por último, dicha autoridad puede asimismo tomar decisiones que afecten directamente a las instituciones nacionales cuando el supervisor nacional no cumple con una decisión de dicha Autoridad Bancaria Europea dirigida al Estado Miembro³⁰⁹.

³⁰⁸ The High Level Group of Financial Supervision in the EU (2009). *Report Larosièr*. Descargado de http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosièr_report_en.pdf.

³⁰⁹ *Id.*

5.4.3.1 El Marco Regulador Bancario de la UE

La primera Directiva bancaria tuvo lugar en 1977 y eliminó los obstáculos en la prestación de servicios y en el establecimiento de sucursales en diferentes Estados Miembros. También armonizó las reglas de otorgamiento de licencias de bancos, sujetas al control del país anfitrión. En 1980, se introdujo el principio de control por el país de origen y el de reconocimiento mutuo de la UE, lo que significó que las firmas financieras pudiesen operar a través de toda la UE siguiendo reglas establecidas por el país en el que la sede principal estuviese localizada³¹⁰.

La segunda Directiva bancaria fue aprobada en 1989. Esta Directiva estableció lo que se conoce como la “Licencia Bancaria Única” (*“Single Passport”*), lo que le permitió a los bancos operar en toda la UE, proporcionando una serie de servicios financieros siguiendo el modelo de la banca universal. Concretamente, esta Directiva contiene una lista de servicios bancarios que pueden ofrecerse en todos los Estados Miembros a través de una sola licencia. Además, estableció que no debía existir un requerimiento de capital a nivel de sucursal, sino solo que debe existir a nivel de banco, con lo cual se facilitaría la apertura de sucursales. Esto se entiende porque los Estados Miembros tenían diferentes reglas nacionales sobre adecuación de capital que reflejaban las diferentes características de los sistemas bancarios nacionales y esto hace muy difícil que se acuerden estándares de prudencia comunes. Sin embargo, el Acuerdo de Basilea I aportó la solución a este caos y de aquí surgieron la Directiva de Fondos Propios (*Own Funds Directive*), y la Directiva sobre Solvencia (*Solvency Directive*) que establecían los requerimientos de capital en la UE basados en lo establecido en los Acuerdos de Basilea I³¹¹.

Además, a fin de asegurar la igualdad y evitar cualquier tipo de problemas, la Directiva de Adecuación de Capital de 1993 (*Capital Adequacy Directive*) básicamente extendió los requerimientos de capital mínimo a las firmas de inversiones³¹². Esta Directiva exigió a los bancos la separación de los libros de

³¹⁰ Maudos, J. y Fernández de Guevara, J. (2008). *El Sector Bancario Español en el Contexto Internacional. Evolución Reciente y Retos Futuros*. Fundación BBVA. p. 81

³¹¹ Basel Committee on Banking Supervision (1988). *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. Descargado de <http://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf>.

³¹² Véase el texto completo de la Directiva del Consejo 93/6/EEC, de 15 de marzo, sobre la adecuación de capital de firmas inversión e instituciones de crédito, disponible en <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0006:EN:HTML>. Cabe indicar

inversiones de los libros bancarios, estableciendo además cláusulas para la protección de la información contenida en los libros bancarios³¹³.

En definitiva, podemos decir que la actividad legislativa de la UE entre 1970 y 1980 estuvo más centrada en el desarrollo de una política de modelos de conducta de las actividades bancarias transfronterizas. En este sentido, la Comisión actuó más como un promotor de la política bancaria, si bien sus esfuerzos se concentraron más en la promoción de la integración bancaria que en el establecimiento de una regulación prudencial. No podemos decir que la Comisión no fuese consciente de los obstáculos para el desarrollo de los requerimientos de capital o de la normativa prudencial pero precisamente por ello, dada la dificultad de que los Estados Miembros llegaran a un acuerdo en relación a las reglas comunes en ambas áreas, la Comisión prefirió establecer primeramente una base en materia de integración. De nuevo podemos decir que los diferentes marcos regulatorios nacionales hicieron muy difícil o casi incompatible el establecimiento de estas reglas dentro de la UE.

5.4.4 La Supervisión Bancaria en la Unión Europea

5.4.4.1 El Mecanismo Único de Supervisión (MUS)

En junio de 2012, los jefes de estado y de gobierno de la UE solicitaron la creación de un supervisor único con el objetivo de lograr una unión bancaria, mejorando la calidad de supervisión de la zona euro, así como la integración de los mercados y aumentar la confianza en las entidades bancarias. Como consecuencia se aprobó el Reglamento (UE) No. 1024/2013, del Consejo, de 15 de octubre de 2013 (Reglamento del MUS), que encomendó al BCE la tarea específica de la supervisión prudencial de las instituciones financieras de los Estados Miembro y de aquellos otros estados que hayan establecido una cooperación estrecha con el BCE³¹⁴. Paralelamente, a través del Reglamento No. 1022/2013, se confirmaron las competencias y facultades asignadas a la Autoridad Bancaria Europea (*European Banking Authority* o EBA por sus siglas en inglés). Además, en el marco del MUS, el BCE se comprometió a la

que dicha Directiva fue revisada en 1998 y reemplazada en el 2006 por las Directivas de Requisitos de Capital que incluyen los Acuerdos de Basilea II y Basilea III.

³¹³ *Id.*

³¹⁴ Martínez-Echevarría, A. (2015). *La Gestión de la Crisis Bancaria Española y sus Efectos*. La Ley.

publicación de informes trimestrales de la aplicación de las tareas de supervisión, el reparto de las tareas con las autoridades nacionales de supervisión, la cooperación con otras autoridades nacionales, y el presupuesto destinado a las tareas de supervisión.

De acuerdo al Reglamento del MUS, que entró en vigor el 4 de noviembre de 2013, el BCE tendría competencias exclusivas para ejercer funciones de supervisión prudencial respecto a las instituciones financieras de los Estados Miembros, concretamente, el BCE podrá³¹⁵:

1. Revocar las autorizaciones de las entidades financieras, así como evaluar la venta de participaciones en las mismas.
2. Actuar como autoridad competente de origen respecto de las entidades financieras que deseen abrir una sucursal o prestar servicios transfronterizos en un Estado Miembro no participante.
3. Garantizar el cumplimiento de la legislación de la UE y de los requisitos prudenciales, especialmente respecto de los límites de riesgo, la liquidez, el apalancamiento, las estructuras de gobernanza, la idoneidad de los altos cargos, los mecanismos internos de control, las políticas de remuneración y la realización de pruebas de resistencia.
4. Supervisar las empresas matrices de las instituciones financieras establecidas en un Estado Miembro.
5. Supervisar los conglomerados financieros, en relación con las instituciones financieras contenidas en ellos.
6. Supervisar los planes de recuperación y las medidas de intervención.
7. Añadir requisitos más rigurosos en materia de fondo propio y capital adicional para evitar el colapso sistémico.

5.4.4.2 El Rol del Banco Central Europeo bajo el MUS

La normativa europea, concretamente, el apartado 8 del artículo 6 del Reglamento del MUS, señala que el BE, siendo la autoridad nacional competente en materia de

³¹⁵ Véase el texto completo del Reglamento (UE) No. 1024/2013, del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:287:0063:0089:ES:PDF>.

supervisión de un Estado Miembro, cooperará con el BCE en el ejercicio de las tareas que dicho Reglamento le ordena.

Por otra parte, el Reglamento del MUS establece que el BCE tendrá facultades supervisoras sobre las entidades “significativas” de cada uno de los Estados Miembros. Así, dado el gran número de instituciones financieras establecidas en la zona euro, la supervisión que propone el Reglamento del MUS se ejercería en función de la importancia de dichas instituciones financieras. Para ello, dicho Reglamento distingue entre entidades “significativas” y entidades “menos significativas”, de acuerdo a unos criterios objetivos y subjetivos. Una entidad es considerada “significativa” cuando³¹⁶:

- Sus activos totales consolidados superan los 30.000 millones de euros;
- El porcentaje de activos sobre el PIB del país en el que está establecida supera el 20%. Esto lo estimarán las autoridades nacionales competentes tras una evaluación global de las entidades; y,
- Tienen filiales en más de uno de los países participantes, y sus activos y pasivos transfronterizos representan una parte significativa del total de los mismos.

En el caso español, 15 entidades fueron consideradas significativas durante el 2014: Abanca, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), Banco Financiero y de Ahorros (Bankia), Banco Mare Nostrum, Banco Popular Español, Banco Sabadell, Banco Santander, Bankinter, Caixabank, G.C. Cajamar, Ibercaja Banco, Kutxabank, Liberbank, Unicaja Banco y Catalunya Banc. Sin embargo, este listado puede cambiar dado que anualmente, el BCE revisa el estado de cada entidad y publica una lista revisada de entidades significativas. Estas entidades están sujetas a la supervisión directa del BCE, a diferencia del resto de entidades, en las que la autoridad nacional competente realizará la supervisión directa y el BCE solo realizará una supervisión indirecta.

En los casos en el que el BCE ejerza una supervisión directa, el BE lo asistirá, remitiéndole información necesaria y participando en las inspecciones de las entidades, así como en la ejecución de las decisiones adoptadas por el BCE. La verificación *in-situ* será llevada a cabo por las autoridades nacionales, y el BCE se

³¹⁶ *Id.*

encargará de garantizar una homogeneidad en la evaluación de calidad y los métodos empleados.

En este contexto, para llevar a cabo las funciones supervisoras, el BCE creó cuatro nuevas direcciones generales, las cuales se señalan a continuación:

- La Dirección General de Supervisión Macroprudencial I y II, encargadas de la supervisión directa y diaria de las entidades significativas;
- La Dirección General de Supervisión Macroprudencial III, encargada de la supervisión indirecta de las entidades menos significativas, supervisadas por la agencia nacional competente; y,
- La Dirección General de Supervisión Microprudencial IV, encargada de tareas especializadas y funciones horizontales de todas las entidades que se encuentren bajo la supervisión del MUS.

El mayor reto al que se enfrenta el MUS, como es de esperarse, es la gestión de los diferentes modelos de supervisión en los Estados Miembros. Para ello, el BCE elaboró un Manual Único de Supervisión que describe los procesos, procedimientos y metodologías de supervisión de las entidades significativas y menos significativas, y publicó una “Guía de Supervisión Bancaria”, en donde se explica el funcionamiento del MUS y se ofrecen orientaciones de supervisión.

Por último, el Reglamento del MUS establece que el BCE podrá imponer sanciones por el incumplimiento de las obligaciones impuestas por la legislación europea, es decir, los Reglamentos y las Decisiones. Solo resta indicar que en el año 2014 se realizaron en total 13 inspecciones.

A continuación, en la siguiente tabla presentamos el número de entidades supervisadas por el BCE:

Tabla 7. Número de Entidades Supervisadas por el Banco de España

	Entidades significativas	Entidades menos significativas	Total entidades registradas
Entidades de crédito	64	76	140
Bancos	45	25	70
Cajas de Ahorro	-	5	5
Cooperativas de Crédito	19	46	65

Fuente: Banco de España

5.4.5 La Adaptación de los Acuerdos de Basilea en la Legislación Europea

5.4.5.1 La Aportación de los Acuerdos de Basilea

Uno de los aspectos en los que más incidencia se ha hecho a partir de 1990 en la regulación bancaria en la Unión Europea es el establecimiento de los requerimientos de capital. Los últimos avances en este sentido se produjeron en la adaptación de los Acuerdos de Capital de Basilea III y las propuestas de reforma de la regulación bancaria que se publicaron el 16 de Diciembre de 2010. Anteriormente, la Unión Europea ya había trabajado intensamente para adoptar los requisitos interpuestos por los Acuerdos de Basilea II³¹⁷.

Los Acuerdos de Basilea II introdujeron concretamente dos conceptos de mucha importancia en el ámbito del derecho bancario de la Unión Europea³¹⁸:

- El Ratio de Cobertura de Liquidez, cuyo objetivo es que las reservas de liquidez fuesen mayores a las fugas de depósitos bancarios provocadas por la pérdida de financiación; y,
- El Ratio de Financiación Estable Neta, que tiene por objetivo permitir a los bancos resistir un año de crisis de la institución. Para ello, el importe de la financiación necesaria ha de ser menor que el de la financiación estable.

Por otro lado, Basilea III exige un aumento del nivel mínimo de *core capital* del 2,5%, llegando hasta el 4%, así como también impone que todos los bancos mantengan un nivel de capital de máxima calidad de al menos un 7% de los activos ponderados por riesgo³¹⁹.

³¹⁷ Holmquist, J. (2007). *Implementation of Basel II. Challenges and Opportunities*. Descargado de http://ec.europa.eu/internal_market/speeches/docs/2007/jh05032007.pdf

³¹⁸ Véase el texto completo de Basilea II en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/bcreg/2004/20040626/attachment.pdf>

³¹⁹ *Id.*

5.4.5.2 La Legislación Europea Aprobada en Relación a los Acuerdos de Basilea

Los Acuerdos de Basilea han sido plenamente incorporados a la legislación europea a través de las Directivas de Requerimiento de Capital (*Capital Requirement Directives o CRDs*). Sin embargo, aún existen diferencias, entre las reglas internacionales y la regulación europea. Concretamente podemos destacar las siguientes diferencias:

- Los Acuerdos de Basilea son un “pacto de caballeros” suscritos por los miembros del Comité de Supervisión de los Acuerdos de Basilea (*Basel Committee on Banking Supervision* o BCBS por sus siglas en inglés), que pueden o no ser adoptados por los países signatarios y que en la actualidad se aplican en más de 100 jurisdicciones. Por el contrario, las Directivas europeas sólo se aplican a los Estados Miembros de la Unión Europea, pero es derecho formal y
- Los Acuerdos de Basilea son acuerdos no vinculantes, y forman parte del *soft law*, mientras que las Directivas europeas sí son vinculantes y
- Los Acuerdos de Basilea sólo son aplicables a los bancos con presencia internacional, mientras que las Directivas europeas son aplicables a todos los bancos y a todas las instituciones de inversión, inclusive si sus actividades son plenamente domésticas;
- Los Acuerdos de Basilea prohíben el doble conteo de capital, mientras que la legislación redactada por la Comisión finalmente sí lo permitió; y,
- Los Acuerdos de Basilea III son solo aplicables, en Estados Unidos, a las grandes entidades bancarias cuyos activos superen los 50.000 millones de euros; mientras que, en la Unión Europea estos Acuerdos serán aplicables a todos los bancos.

Los Acuerdos de Basilea II fueron traspuestos a la legislación europea a través de la Directiva de Requerimientos de Capital Revisada (*Revised Capital Requirement Directive*). Esta Directiva cuenta con tres pilares:

- Requisitos para la evaluación interna de capital de las instituciones financieras;
- Un proceso de revisión y supervisión llevado a cabo por supervisores

- encargados de evaluar el perfil de crédito de cada institución; y,
- Una disciplina de mercado³²⁰.

Como era de esperar, uno de los temas más controvertido fue el establecimiento y consolidación de un único supervisor para los grupos bancarios europeos transfronterizos. Obviamente, estos grupos bancarios europeos transfronterizos estaban en contra de duplicar los costos para el cumplimiento de la ley, dado que esto supondría que estarían sujetos a partir de ese momento a distintos sistemas nacionales de supervisión. Por ello, el concepto de un “supervisor líder” triunfó frente a la figura de un supervisor nacional. El segundo tema que generó un debate fue la calibración de una parte específica del Acuerdo de Basilea II, el libro de negociaciones (*trading books*) para las empresas de inversión. Sin embargo, en última instancia se adoptó la Directiva de Requerimiento de Capital que entró en vigor a inicios de 2007³²¹.

Por último, cabe indicar que los Acuerdos de Basilea III fueron más difíciles de implementar. La Comisión Europea adoptó un paquete legislativo denominado Directiva de Requerimientos de Capital IV (*Capital Requirements Regulation and Directive CRR/CRD IV*) que gobierna el acceso a actividades de depósito y establece requisitos prudenciales para las instituciones de crédito. Esta Directiva incluye dos elementos de los Acuerdos de Basilea III, consistentes en límites de requerimiento de capital adicional mínimo: el límite de capital de conservación y el límite de capital contra cíclico que sería determinado a nivel nacional³²². En efecto, debemos destacar que la Comisión tuvo en cuenta la fuerte oposición del gobierno francés a este respecto, la cual consistía en una práctica extendida de las empresas aseguradoras de usar a los bancos (generalmente aquellos que pertenecían a su grupo económico)

³²⁰ Decamps, J-P, Rochet, J-C y Roger, B. (2002, 12 de abril). *The Three Pillars of Basel II: Optimizing the Mix in a Continuous-time Model*, p. 2, Descargado de <https://www.bis.org/bcbs/events/b2earoc.pdf>.

³²¹ The European Commission (2015). *Capital Requirements Directive: Repealed*. Descargado de http://ec.europa.eu/finance/bank/regcapital/repealed-legislation/index_en.htm. Cabe indicar que existe una nueva Directiva de Requerimiento de Capital que reemplazó la del 2007. Esta nueva directiva es la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.

³²² Véase el texto completo de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013L0036&qid=1440896571946&from=EN>.

como canales de colocación y venta de sus productos³²³.

En conclusión, podemos destacar la importancia de la capacidad reguladora de los Estados Unidos y su presencia predominante en el ámbito internacional, dado que fueron estas características las que determinaron la adopción de los Acuerdos de Basilea. Por otra parte, podemos ver que la Unión Europea defendió, en el ámbito internacional, las especificidades de sus diferentes Estados Miembros, especialmente en lo relativo a la trasposición de los Acuerdos en materia de los requerimientos de capital. Por último, cabe mencionar el hecho de que a pesar de que el número agregado de los bancos existentes en la Unión Europea es similar al número de bancos en los Estados Unidos, la influencia y el potencial de regulación de la Unión Europea no es suficiente a nivel internacional. Esto se debe principalmente a que la Unión Europea no presenta una posición común en los acuerdos y reuniones financieras internacionales.

³²³ Lo que podemos ver es que los Estados Miembros de la Unión Europea, el Parlamento y la Comisión muestran sus preocupaciones por las especificidades de los sistemas bancarios de cada país.

6. Derecho del Mercado de Valores en Estados Unidos, España y la Unión Europea

6.1 Introducción

Además de la burbuja inmobiliaria y la crisis del sistema bancario, la más reciente crisis financiera global contó con dos elementos que protagonizaron y culminaron en el derrumbe del sistema financiero en su conjunto: por una parte destacamos la falta de integridad y buenas prácticas de los ejecutivos y gerentes de grandes empresas, y por otra, la falta de liquidez absoluta en los mercados de capitales. Cabe decir, que estos dos factores fueron objeto de estudio y continúan siendo regulados por parte de los legisladores nacionales y expertos internacionales que están decididos a la creación de un conjunto de leyes que sirvan mejor al sistema financiero en su totalidad.

Por otro lado, desde el punto de vista del consumidor financiero, en este caso el inversor de valores y los accionistas de empresas, debemos resaltar el hecho de que a pesar de que no podemos decir que se trate de un público totalmente “analfabeto” y desconocedor del mundo de las finanzas y de sus reglas de juego, sí podemos decir que el inversor medio posee conocimientos básicos en el ámbito de las inversiones; además, también podemos decir que los inversores están limitados por la información proporcionada por las grandes empresas de manera que si la información proporcionada por estas no es veraz, dicho inversor estará en una situación de desventaja. Esta realidad fue abordada por los gobiernos nacionales y las instituciones internacionales que comprendieron que era necesario regular y controlar más de cerca los mercados de valores y sus operadores. Pues si bien gracias al acceso a Internet muchos miles de personas tienen hoy en día la posibilidad de aprender sobre el comportamiento y las reglas de los mercados de valores y de sus operadores, aun así los inversores “de a pie” y muchos de los accionistas de empresas no son profesionales y necesitan, por tanto, de la protección de sus gobiernos para continuar depositando su confianza en los mercados financieros.

Cabe indicar que, la regulación de numerosos operadores del mercado de valores ha resultado una tarea ardua. Esto es debido a que determinados grupos profesionales independientes y grupos de empresas entienden que el mundo de la

inversión, a diferencia del sector bancario, no debería ser ampliamente regulado. En Europa, igualmente, este ha sido un tema sensible de abordar dado los diferentes sistemas económicos y financieros existentes y las reservas que mantienen algunos estados para aceptar la imposición de reglas desde fuera de sus fronteras.

Sin embargo, sería después de la crisis que pareció lograrse un acuerdo y compromiso por parte de los reguladores de la industria de valores con los operadores de estos mercados y los organismos internacionales para establecer unas reglas más estrictas de control y supervisión. Esto surgió a raíz del descubrimiento de numerosos escándalos de fraude de empresas financieras de gran alcance y de las caídas de las bolsas a consecuencia de las crisis.

En definitiva, podemos decir que tras la crisis financiera, al igual que ocurriera en el sector bancario, los reguladores de las principales potencias mundiales decidieron recuperar el mando y volver a establecer las normas de funcionamiento en el mundo de las inversiones. Además decidieron optar por un sistema que tuviese en cuenta la protección del inversor a pesar del hecho de que estas sean personas con cierto conocimiento en finanzas que están dispuestos a correr el riesgo e invertir su dinero en fondos privados y grandes empresas que pueden en cualquier momento desmoronarse. Eso no quita, parecieron entender los gobernantes, que se deba proteger el mercado de valores, controlando a los sujetos que operan en él, para evitar conductas fraudulentas y restablecer la confianza de los inversores y accionistas en el sistema financiero actual. Asimismo, se debe respetar que los inversores tengan y sean capaces de ejercer una serie de derechos reconocidos por la mayoría de países que exigen responsabilidad a aquellos operadores de mercado de valores, inclusive a sus gobiernos, cuando estos defraudan a sabiendas y engañan a millones de personas.

En este capítulo introduciremos en primer lugar la industria de valores, las razones para su regulación, así como la historia y la evolución de la industria de los mercados de valores en Estados Unidos. A continuación analizaremos el marco regulador existente y las principales leyes de reforma del mercado de valores y de los operadores financieros. Por último, intentaremos explicar por qué, al igual que la reforma del sector bancario donde establecieron objetivos como la seguridad en la industria y la estabilidad financiera, es necesario una normativa mucho más estricta de los operadores que negocian muchos complicados instrumentos financieros.

6.2 Generalidades

6.2.1 Características de los Títulos Valores

De manera concisa podemos indicar que bajo el término títulos valores se incluyen múltiples instrumentos negociables de inversión como las acciones, los bonos y los fondos públicos y privados. Estos valores, a diferencia de los productos financieros del mundo de la banca, no están garantizados. Por otra parte, los títulos valores poseen unas características distintivas que hacen que, a la hora de llevar a cabo su regulación jurídica, se deban tener en consideración para un eficaz control del mercado de valores y de sus operadores económicos. A continuación, destacamos las características más distintivas de los títulos valores:

1. Los títulos valores se diferencian de otros productos financieros y de otras inversiones porque no tienen un valor intrínseco; es decir, los títulos valores representan los derechos que en ellos se contienen y no a ellos mismos.³²⁴
2. A diferencia de la mayoría de mercancías, los títulos valores son creados con un fin distinto del fin de uso y consumo³²⁵.
3. Los títulos valores son emitidos en número limitado, dependiendo de los bienes y activos que posea una empresa.
4. Los títulos valores son negociables en mercados especializados, por ejemplo, en mercados secundarios con precios fluctuantes³²⁶.
5. A diferencia de otros productos que van ser usados o consumidos, y cuya regulación jurídica se centra en la protección del consumidor, la regulación de los títulos valores se centra más en el control de la manipulación de los precios o del volumen de los mismos³²⁷.

³²⁴ El valor de una acción, por ejemplo, depende de la rentabilidad o de las futuras ganancias de la empresa o institución que las emitió; además, el precio de dicho valor depende, a su vez, de cuánto dinero esté dispuesto a pagar por ellas el público.

³²⁵ No son como los bienes del mercado real, que se compran para usarlos y consumirlos, como por ejemplo inmuebles, vehículos, tecnología, etc.

³²⁶ Estas transacciones secundarias superan de lejos en número y en volumen a las ofertas de los valores recién creados.

³²⁷ Esta diferencias están, sin embargo, cada vez menos delimitadas pues, en las últimas décadas un mayor número de consumidores han accedido a los mercados financieros para asegurar su futuro, pagar sus hipotecas o la educación de sus hijos y, como veremos a continuación, la regulación para la protección del consumidor de productos financieros está cada vez más al alza y se ha convertido en objeto de la regulación del mercado de valores.

6.2.2 Razones Para la Regulación del Mercado de Valores

A menudo se debate si se debe—y hasta qué punto—regular el mercado de valores, o se debe dejar dicho mercado en manos de los grandes operadores financieros de acuerdo a las reglas de mercado interpuestas por estos. Pues bien, dado que los mercados financieros nacionales son un tema de interés público y de suprema importancia para la economía de una nación, y aún más si cabe en naciones eminentemente capitalistas, debemos de decir que regular la industria de los valores es lo indicado. Además, no puede dejar de señalarse la importancia de la protección del inversor y de los principios fundamentales para un buen funcionamiento de dicho mercado. De esta forma, podríamos indicar varias razones por la que se debe de regular la industria del mercado de valores³²⁸:

1. *El inversor precisa de información exacta para un funcionamiento adecuado del mercado.* Dado que el valor de los títulos valores no es fácilmente verificable, debido a la existencia de cierta asimetría informativa, la regulación de los valores es la manera más eficiente de exigir que los deberes de divulgación por parte de los emisores sean cumplidos; lo que implica, a su vez, que se respete el derecho de información del inversor.
2. *La protección del inversor es fundamental en la economía nacional.* La protección de los inversores es fundamental para que los mercados funcionen de una manera estable. La regulación contra el fraude, por ejemplo, genera la confianza necesaria y protege la salud de la economía nacional.
3. *Eficiencia de la economía.* La regulación de los mercados y las normas sobre divulgación e información fomentan la exactitud respecto de los precios. La divulgación de información, por ejemplo, reduce costos y esto hace que los mercados sean más eficientes.
4. *Estabilidad financiera.* Un adecuado control y supervisión de los actores u operadores de los mercados es fundamental para la eficaz gestión de los mismos, lo que se traduce en la correcta emisión y negociación de títulos

³²⁸ Choi, S. y Pritchard, A. (2011). *Securities Regulation: Cases and Analysis*. Foundation Press, 3rd edition.

valores. De esta manera se promueve la estabilidad financiera.

6.2.2.1 Una Razón Primordial, el Colapso de los Mercados Financieros

Sin perjuicio de lo anterior, la existencia de una adecuada regulación del mercado de valores es necesaria teniendo en cuenta los hechos catastróficos que llevaron a la crisis financiera global. En este apartado se mostrarán los hechos más resaltantes que ocurrieron entre 2007 y 2009 y que llevaron al mercado mundial al fracaso y a su ruptura completa.

Todo empieza en abril de 2007, cuando *New Century Financial*, una empresa de crédito hipotecario que emitió una serie de hipotecas *subprime*, se hundió, emitiendo las primeras señales de crisis³²⁹. Luego, en julio de ese año, el gigante de inversión *Bear Stearns* anunció que dos de sus fondos especulativos no serían capaces de pagar los dividendos a sus inversores³³⁰. Ben Bernanke, el nuevo presidente en ese entonces de la FED, anunció que la crisis de hipotecas *subprime* era grave y que su costo podría ascender a los 100.000 millones de dólares. En agosto de 2007, el banco de inversión francés *BNP Paribas* hace un anuncio semejante al de *Bear Stearns*, en relación a dos de sus fondos especulativos. La explicación dada fue que no conseguían valorizar los activos subyacentes. La realidad era que *BNP Paribas* tenían sus cajas llenas de *Collateralized Debt Obligations* o *CDOs*, cuyo valor cayó a cero, lo que imposibilitaba atribuir un precio a los mismos³³¹. Casi inmediatamente, los bancos europeos dejaron de hacerse préstamos entre sí. El BCE se vio obligado a inyectar 95.000 millones de euros en los mercados financieros para una muerte inmediata³³². En breve, el BCE entregó 109.000 millones

³²⁹ Duca, J. (2013, 22 de noviembre). *How and Why the Crisis Occurred*. The Federal Reserve History. Descargado de <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/55>.

³³⁰ Freeman, R. (2007, 6 de julio). *Bear Stearns Fund's Failure Opened the Door to Credit Crash*. Executive Intelligence Review. Descargado de http://www.larouchepub.com/other/2007/3427mbs_cdo_crash.html.

³³¹ Peláez Rodríguez, E. (2011). *Crisis Financiera y Crisis Económica*. Cuadernos de Formación. Colaboración 8/11, Volumen 12/2011. Descargado de http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/cuadernos_formacion/12_2011/08_11.pdf.

³³² Velásquez-Gastelú, J.P. (2007, 10 de agosto). *El BCE Acude en Ayuda de los Bancos ante el Riesgo de una Grave Crisis de Liquidez*. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/2007/08/10/economia/1186696801_850215.html.

de euros más al mercado. Al mismo tiempo, la FED, el Banco de Canadá, el Banco de Japón y el Banco de Australia comenzaron a inyectar miles de millones no revelados en sus respectivos sectores financieros. El 17 de agosto de 2007, Ben Bernanke reduce las tasas de interés de referencia³³³.

En setiembre de 2007, el rechazo de los bancos en conceder préstamos interbancarios se pone de manifiesto cuando el tipo de interés aplicable, denominado LIBOR, excede al del Banco de Inglaterra en más de 1%³³⁴. En este momento fuimos testigos de la primera caída de un banco desde 1929. Este banco fue el *Northern Rock*, que aunque no tenía muchas hipotecas *subprime* en sus cuentas, dependía mucho de los préstamos a corto plazo de otros bancos. Y cuando los clientes se enteraron que dicha institución carecía de liquidez para hacer este tipo de préstamos en el mercado, comenzaron a sacar su dinero y el banco finalmente colapsó³³⁵. En octubre de ese año, la crisis bancaria se extendió a la institución financiera suiza más valorada, *UBS*. Fue entonces cuando todos los expertos en finanzas se dieron cuenta de lo que pasaba. *UBS* anunció el despido de su Presidente y Director Ejecutivo, y asumió una pérdida de 4.400 millones de dólares en concepto de CDOs que tenían de hipotecas *subprime* estadounidenses³³⁶. Mientras tanto, en Estados Unidos, el *Citigroup* informaba que alcanzaba pérdidas de 3.100 millones de dólares, valor que aumentó dos días después hasta 5.100 millones de dólares. Al siguiente año, en el mes de marzo, *Citigroup* se vio obligado a admitir que la pérdida real ascendía a 40.000 millones de dólares³³⁷. A su vez, el banco de inversiones *Merrill Lynch* anunciaba una pérdida de 7.900 millones de dólares. Su Director Ejecutivo también fue despedido³³⁸. En diciembre de 2007, el Presidente Bush anunció un plan de auxilio para evitar la ejecución hipotecaria y expulsar a miles de familias de sus

³³³ Reuters (2007, 18 de agosto). *La Reserva Federal Entra en Acción*. Descargado de <http://www.elmundo.es/mundodinero/2007/08/18/economia/1187401126.html>.

³³⁴ Bank of England (2007). *Quarterly Bulletin. Volume 47. No. 4*. Descargado de <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb0704.pdf>

³³⁵ The Economist (2007, 18 de octubre). *Northern Rock. Lesson of the Fall*. Descargado de <http://www.economist.com/node/9988865>.

³³⁶ UBS (2007, 31 de octubre). *UBS Exposure to Subprime Market (Q3 2007)*. Descargado de https://www.ubs.com/global/en/about_ubs/about_us/news/news.html/en/2007/10/30/2007_10_30b.html.

³³⁷ Dash, E. (2008, 30 de abril). *Citigroup Sells \$4.5 Billion in Shares*. *The New York Times*. Descargado de <http://www.nytimes.com/2008/04/30/business/30cnd-citi.html>.

³³⁸ Anderson, J. y Thomas, L. (2007, 24 de octubre). *Merrill Lynch Reports \$7.9 Billion Write-down*. *The New York Times*. Descargado de <http://www.nytimes.com/2007/10/24/business/worldbusiness/24iht-merrill.4.8040701.html>.

casas³³⁹. Pocos días después, la FED se reunió con cinco bancos centrales, incluyendo el BCE, para otorgar un crédito casi infinito a los bancos³⁴⁰.

En enero del 2008, el Banco Mundial previó una recesión mundial y las bolsas de valores colapsaron. La FED bajó el tipo de interés de referencia a 3,0%, y los mercados de acciones se recuperaron momentáneamente³⁴¹. Entretanto, la compañía de seguros MBIA anunciaba que perdió 2.300 millones de dólares basado en pólizas con obligaciones de pago a hipotecas *subprime*³⁴². Estas pólizas son las conocidas como *swaps* de incumplimiento de crédito (*Credit Default Swaps*), cuyo uso—y caída—se extendió a casi todas las compañías de seguro. En febrero, el G7 estimó que el costo de la crisis *subprime* se aproximaba a los 4.000 millones de dólares. A la vez, el gobierno británico, se vio obligado a nacionalizar el banco *Northern Rock*. Y, el quinto mayor banco de Wall Street, *Bear Stearns*, desapareció, siendo absorbido por *JP Morgan Chase*³⁴³. En abril de 2008, más del 20% de los productos hipotecarios del Reino Unido fueron retirados del mercado. El Banco de Inglaterra respondió con un nuevo descenso de los tipos de interés, estableciéndolo en un 5%, y ofreció 5.000 millones de libras a los bancos sobrecargados con deudas hipotecarias problemáticas³⁴⁴. Por su parte, el *Royal Bank of Scotland* intentó recaudar más de 12.000 millones de libras procedentes de sus accionistas, a fin de evitar su caída; y reconoció haber perdido más de 6.000 millones de libras en CDOs y productos afines³⁴⁵. Al mismo tiempo, el precio inmobiliario comenzó a caer precipitadamente en Irlanda y España, incrementando el número de incumplimientos. Mientras tanto, el FMI estimó que el costo de la crisis de crédito era superior al billón de dólares.

En mayo de 2008, el banco suizo *UBS* anunció la pérdida de más de 37.000

³³⁹ The White House (2007). *President Bush Signs H.R. 3648, The Mortgage Foregiveness Debt Relief Act of 2007*. Descargado de <http://georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2007/12/20071220-3.html>

³⁴⁰ Durante el periodo de diciembre de 2007 hasta junio de 2010, la FED ha desembolsado 16 billones de dólares a fin de salvar a los bancos, y a la economía en general.

³⁴¹ Infobae.es (2008, 31 de enero). *La Reserva Federal Redujo los Tipos de Referencia*. Descargado de <http://www.infobae.com/2008/01/31/361767-la-reserva-federal-redujo-los-tipos-referencia>.

³⁴² Guillén, M. (2015). *The Global Economic & Financial Crisis: A Timeline*. The Lauder Institute. Descargado de http://lauder.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2015/06/Chronology_Economic_Financial_Crisis.pdf.

³⁴³ En 2007, *Bear Stearns* fue valorado en 20 mil millones de dólares, mientras que en el 2008, *JP Morgan Chase* pagó solo unos 240 millones de dólares, ya que los contribuyentes subsidiaron 30 mil millones de dólares.

³⁴⁴ Bank of England (2015). *Official Bank Rate History*. Descargado de <http://www.bankofengland.co.uk/boeapps/iadb/Repo.asp>.

³⁴⁵ Véase supra nota 342.

millones de dólares a causa de CDOs hipotecarios inútiles, y pretendió recaudar más de 6.000 millones de dólares de sus accionistas. Luego, en junio, el *Barclays Bank* intentó llevar a cabo una estrategia parecida a la tomada por el *Royal Bank of Scotland* y *UBS*, a fin de recaudar más de 4.000 millones de dólares en bolsa. En julio, el pesimismo se adueña del Reino Unido, que prevé una recesión feroz así como el colapso de las bolsas de valores. Mientras que en Estados Unidos, se ven forzados entonces a ayudar masivamente a los dos mayores proveedores de hipotecas, *Freddie Mac* y *Fannie Mae*, con un total de 5 billones de dólares, cerca de una décima parte del producto anual de todo el planeta³⁴⁶. En agosto, los precios de los bienes inmobiliarios continúan a la baja en los Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda y España, acelerando los incumplimientos y creando más estrés en las instituciones financieras, y necesitando un mayor apoyo de los contribuyentes. El gobierno británico, a través de su secretario del Tesoro, anuncia que la recesión será mucho más aguda y profunda que lo esperado. En septiembre, la bolsa de Londres colapsa, mientras que las estadísticas de desempleo en los Estados Unidos reflejan un aumento de la tasa de interés en un 6%, con una tendencia ascendente. Además, *Freddie Mac* y *Fannie Mae* son oficialmente nacionalizadas³⁴⁷. Por otro lado, el gigante *Lehman Brothers* admite pérdidas de más de 3.900 millones de dólares en los meses de junio, julio y agosto de ese año. Fue entonces cuando *Lehman Brothers* intentó buscar un comprador. Sin embargo, el Secretario del Tesoro estadounidense, Henry Paulson, se negó a que el banco inglés *Barclays Bank* adquiriese a *Lehman Brothers*, mientras que los contribuyentes estadounidenses estaban aterrorizados por esta situación. El 15 de septiembre, se produce el peor de los resultados y *Lehman Brothers* desaparece³⁴⁸. Los depositantes sufren ataques de pánico, produciéndose una fuga de capitales en los mercados de valores. Estando en una situación similar, *Merrill Lynch* fue adquirido por el Banco de América. Seis meses después, el contribuyente estadounidense se ve obligado a rescatar a AIG, por un monto total ascendente a 143.000 millones de dólares. Tres días más tarde, el acreedor hipotecario *Washington Mutual* colapsa. Lo que quedó de este acreedor hipotecario

³⁴⁶ Frame, W. et al (2015). The Rescue of Fannie Mae and Freddie Mac. The Federal Reserve Bank of New York. Descargado de http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr719.pdf

³⁴⁷ Véase supra nota 342.

³⁴⁸ Epiq Systems (2015). *Debtor Matrix: Lehman Brothers Holdings, Inc.* Descargado de <http://dm.epiq11.com/LBH/Project>.

fue vendido a *JP Morgan Chase*³⁴⁹.

En Irlanda, el gobierno intentó calmar a los depositantes y accionistas, anunciando que garantizaría todos los depósitos y todas las obligaciones gestionadas o emitidas por todos los bancos que operasen en el país. Este fue el mayor error de la historia del país, puesto que meses más tarde se verificaría que el agujero negro de los bancos irlandeses era tan grande como para consumir el presupuesto del gobierno en su totalidad. Dos años más tarde, Irlanda entró en quiebra efectiva. El 29 de septiembre de 2008, Bélgica, Francia y Luxemburgo se vieron obligados a inyectar 6.400 millones de euros al banco *Odexia* para evitar su quiebra. Pero esto no fue todo, el Congreso estadounidense rechazó de manera tajante la petición de la Secretaría de Hacienda para otorgar 700.000 millones de dólares a Wall Street. Mientras, las ganancias de los *swaps* aumentaban, y el valor de los CDSs hacía que los bancos no tuviesen ninguna capacidad de acceso a créditos de corto plazo.

Por todo ello, la FED terminó siendo el acreedor de todos los bancos, emitiendo créditos a todos ellos. En octubre de 2008, el Congreso estadounidense se vio obligado a aprobar el rescate de 700.000 millones de dólares. Adicionalmente, la FED y el Banco de Inglaterra, el BCE, los bancos centrales de Canadá, Suecia y Suiza rebajaron las tasas de interés de referencia, todos al mismo tiempo. La FED a 1,5%, el Banco de Inglaterra a 4,5%, el BCE a 3,75%. A la par, el gobierno británico inyectó más de 50.000 millones de libras en el sector financiero, y ofreció hasta 200.000 millones de libras en préstamos de corto plazo. Sin embargo, al día siguiente, el gobierno británico volvió a anunciar que sus bancos necesitarían más dinero. Entonces ofreció una remesa adicional de 37.000 millones de libras para el *Royal Bank of Scotland*, *Lloyds TSB* y *HBOS*³⁵⁰. A finales del mes de octubre, fue oficial la recesión en Estados Unidos y Gran Bretaña. La FED redujo las tasas de interés de referencia al 1%, y el Banco de Inglaterra al 3% y del BCE a 3,5%. En diciembre, Francia se vio obligado a aprobar su propio paquete de ayuda al sistema bancario, valorado en 26.000 millones de euros. Mientras, la sociedad estadounidense entró en shock cuando el Banco de América anunció el despido de 35.000 trabajadores. Por

³⁴⁹ Palmieri, C. (2008, 26 de septiembre). JPMorgan Chase to Buy Washington Mutual. *Bloomberg Business*. Descargado de <http://www.bloomberg.com/bw/stories/2008-09-26/jpmorgan-chase-to-buy-washington-mutualbusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice>.

³⁵⁰ Menon, J. (2008, 13 de octubre). RBS, HBOS, Lloyds Get 37 Billion-Pound U.K. Bailout. *Bloomberg*. Descargado de <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&refer=home&sid=aJWIZwrlalvM>.

último, el 31 de diciembre de 2008, la bolsa de valores de Nueva York perdió más del 33% de su valor total³⁵¹.

En enero de 2009, el Banco de Inglaterra redujo los tipos de interés a 1.5%, lo cual fue en ese momento el nivel más bajo que había llegado en 315 años de historia³⁵². Fue entonces cuando Alemania entra en escena. La canciller alemana, Angela Merkel, aprobó un paquete de estímulo de 50.000 millones de euros³⁵³, y a su vez, el BCE aprobó una nueva disminución de la tasa de interés del 2%. Irlanda se vio obligada a nacionalizar *Angloirish Bank* y no se recuperó de la caída. Mientras que el FMI alertó que el crecimiento económico global sería negativo por primera vez desde 1945. El presidente de los Estados Unidos, Barack Obama, aprobó el plan de recuperación más agresivo de la historia de su país, denominado *Geithner-Summers*. Este plan estimuló la economía con 780.000 millones de dólares. El G20, que incluyó entre otros a Rusia, Brasil, China e India, se comprometió a hacer un esfuerzo para recuperar la economía mundial ya en recesión. En el mes de abril, el G20 reunido en Londres acordó inyectar más de 1,1 billones de dólares para el sistema financiero global³⁵⁴. Por último, la FED decidió que no había tiempo para dudar y anunció la compra de 1,2 billones de dólares de deuda podrida, es decir, la deuda inútil de Wall Street. En mayo de 2009, *Chrysler*, el tercer mayor fabricante de automóviles de los Estados Unidos, se declara insolvente. La mayoría de sus activos se trasladan a la empresa *Fiat* por un precio mínimo. Las noticias del sector financiero continúan siendo espantosas, y la FED anuncia un rescate de 70.000 millones de dólares. Un mes más tarde, la empresa *General Motors* también se declara en quiebra. Sus acreedores son obligados a aceptar una pérdida del 90% de sus inversiones. Para entonces, *General Motors* no era capaz de cubrir ni siquiera las deudas con sus trabajadores, por lo que los sindicatos terminaron siendo uno de sus principales

³⁵¹ Amadeo, K. (2015). Stock Market Crash of 2008. *Aboutnews.com*. Descargado de <http://www.useconomy.about.com/od/Financial-Crisis/a/Stock-Market-Crash-2008.htm>

³⁵² Monaghan, A. (2009, 8 de enero). Bank of England Cuts Interest Rates to Lowest in More than 300 Years. *The Telegraph*. Descargado de <http://www.telegraph.co.uk/finance/recession/4175063/Bank-of-England-cuts-interest-rates-to-lowest-in-more-than-300-years.html>

³⁵³ Spiegel (2009, 13 de enero). *Help for Europe's Biggest Economy: Germany Seals 50 Billion Euro Stimulus Plan*. Descargado de <http://www.spiegel.de/international/germany/help-for-europe-s-biggest-economy-germany-seals-50-billion-euro-stimulus-plan-a-600977.html>

³⁵⁴ Landler, M. y Sanger, D. (2009, 2 de abril). *World Leaders Pledge \$1.1 Trillion for Crisis*. The New York Times. Descargado de http://www.nytimes.com/2009/04/03/world/europe/03summit.html?_r=0

acreedores. Finalmente, esta empresa fue nacionalizada³⁵⁵.

6.2.3 Regulación del Mercado de Valores vs. Regulación Bancaria

Teniendo en cuenta lo indicado previamente, debemos mencionar que la regulación bancaria es sustancialmente diferente a la regulación del mercado de valores, especialmente en cuanto a lo que se refiere a la protección del consumidor financiero. En primer lugar, la regulación del mercado de valores se centra en las instituciones financieras que operan en los mercados y las transacciones que se llevan a cabo en los mismos, es decir, el mercado de valores se centra en la eficiencia de los mercados y la protección del inversor. Mientras que en el sector bancario, el centro de atención es la creación de una buena relación con el cliente y la prevención del riesgo sistémico³⁵⁶, es decir, existe preocupación sobre las consecuencias económicas de su fracaso.

Otra de las diferencias existentes en la regulación de ambos sectores, radica en el funcionamiento de estos. Los mercados de valores son mercados financieros sofisticados que requieren de la participación de muchos intermediarios, mientras que esto no ocurre en el sector bancario. Además, la caída de un intermediario financiero no puede—ni tiene—las mismas consecuencias que la caída de una entidad bancaria. La caída de un banco tiene consecuencias catastróficas para los clientes y consumidores, inclusive a veces para la economía nacional. Este fue el caso de *Lehman Brothers* o *Bearn Stearns* en Estados Unidos, que inclusive tuvieron consecuencias a nivel internacional³⁵⁷. En el caso de los intermediarios financieros, especialmente los asesores financieros, las consecuencias son menores en cuanto al riesgo sistémico³⁵⁸. Por ello, podemos decir que existe una mayor posibilidad de riesgo sistémico en el sector bancario.

³⁵⁵ Beech, E. (2014, 30 de abril). U.S. Government Says It Lost \$11.2 Billion on GM Bailout. *Reuters*. Descargado de <http://www.reuters.com/article/2014/04/30/us-autos-gm-treasury-idUSBREA3T0MR20140430>.

³⁵⁶ Allen, F. y Herring, R. (2001). *Banking Regulation versus Securities Market Regulation*. Wharton School. University of Pennsylvania. Descargado de <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/0129.pdf>.

³⁵⁷ Gross, D. (2009, 15 de septiembre). Por qué la Caída de Lehman Brothers afectó más al Mundo que a EEUU. *soitu.es*. Descargado de http://www.soitu.es/soitu/2009/09/15/actualidad/1252997087_566300.html.

³⁵⁸ A menos que se trate de un intermediario que mantenga una gran clientela y ejecute un fraude de inversiones de gran dimensión. Esto fue lo acontecido en el caso de Bernard Madoff.

Por otro lado, debemos entender que los participantes del mercado de valores no son iguales a los consumidores que participan en la industria bancaria. En los mercados de valores los inversores son más experimentados y conocen más el mercado y los instrumentos financieros que se negocian en el mismo *a priori*. En este sentido, la regulación del mercado de valores no es ni debe ser tan estricta como la regulación bancaria. Sin embargo, a menudo surgen debates de hasta qué punto se debe aumentar la regulación del mercado de valores. Es importante mencionar que la reciente crisis financiera demostró que la falta de transparencia e información de los principales y más grandes operadores del mercado afectó a los sistemas financieros y de valores por igual.

Sin perjuicio de las diferencias antes mencionadas, cabe destacar la interrelación que existe en la actualidad entre el sector bancario y el del mercado de valores, la cual se refleja en la necesidad de alinear ambas regulaciones con dos objetivos centrales: la prevención de riesgos sistémicos y la protección del consumidor financiero.

6.3 El Mercado de Valores en los Estados Unidos

6.3.1 Tipos de Mercados

El sistema por el cual se negocian y se intercambian los valores se conocen como “mercados de valores”. Estos mercados pueden tener un lugar físico, pero en muchos casos, y especialmente hoy en día, son simplemente sistemas de comunicación, formales e informales, a través de los cuales los compradores y los vendedores hacen sus inversiones y llevan a cabo transacciones comerciales. Gracias a Internet hoy en día hay muchos más mercados virtuales que físicos. Los mercados financieros se dividen en diferentes subtipos según la naturaleza de los activos que se negocien, los participantes en el proceso de emisión y negociación, o según su estructura³⁵⁹.

De acuerdo a los activos negociados, podemos encontrar los siguientes tipos de mercados: mercados monetarios, mercados de capitales, mercados bursátiles y

³⁵⁹ Mishkin, F. (2014). *Moneda, Banca y Mercados Financieros*. Pearson Publication, 10th Edition.

los mercados de bonos o deudas³⁶⁰. A continuación detallaremos cada uno de ellos³⁶¹:

- En los mercados monetarios se negocian dinero o activos financieros con vencimiento a corto plazo, normalmente de un año, siendo mercados de elevada liquidez;
- En los mercados de capitales se negocian activos financieros con vencimiento a medio y largo plazo. Se trata de activos básicos para la realización de ganancias de inversión;
- En los mercados bursátiles se produce el intercambio de acciones emitidas por empresas para su financiación; y,
- Por último, en los mercados de bonos o deudas se negocian la compra y venta de deudas y bonos de empresas públicas o privadas y se produce el intercambio de estos.

Según los participantes en la emisión y negociación de valores, podemos distinguir dos tipos de mercados: los mercados primarios y los mercados secundarios.

- En los mercados primarios se crean activos financieros. En este mercado los activos se transmiten directamente por sus emisores; y,
- En los mercados secundarios sólo se intercambian activos financieros ya existentes, que fueron emitidos en un momento anterior³⁶².

En función de su estructura, encontramos también mercados organizados y mercados no-organizados o de compra de valores extrabursátiles (*over-the-counter* u OTC por sus siglas en inglés)³⁶³.

- El mercado organizado es cualquier mecanismo centralizado de negociación, como por ejemplo, las bolsas de valores—que son organizaciones privadas que brindan las facilidades necesarias para que sus miembros, atendiendo a los mandatos de sus clientes, introduzcan órdenes y realicen negociaciones de compra y venta de valores, de

³⁶⁰ *Id.*

³⁶¹ *Id.*

³⁶² Este mercado permite a los tenedores de activos financieros vender los instrumentos que ya fueron emitidos en el mercado primario (o bien que ya habían sido transmitidos en el mercado secundario) y que están en su poder, o bien comprar otros activos financieros.

³⁶³ Los mercados OTC son mercados *sui generis* en el que se negocian informalmente, a través del teléfono, acciones de empresas pequeñas, bonos, materias primas, *swaps* o derivados de crédito directamente entre dos partes. Este tipo de negociación se realiza fuera del ámbito de los mercados.

acciones de sociedades, bonos públicos y privados, certificados, títulos de participación y una amplia variedad de instrumentos de inversión; y,

- El mercado OTC, ha sido siempre un mercado muy poco estructurado, sin ninguna instalación física³⁶⁴ y en el que cualquier empresa cualificada es libre de ejercer y llevar a cabo cualquier tipo de actividad respecto al mercado de compra de estos valores³⁶⁵.

Por último, tenemos también:

- Los mercados virtuales conocidos como Redes Electrónicas de Comunicación (ECNs)³⁶⁶; y,
- Los mercados de bonos y deudas del Estado. Estos mercados son los más grandes en términos de volumen de negocios. En estos mercados se negocian instrumentos de deuda emitidos por el gobierno de los Estados Unidos, los gobiernos estatales o locales y por otras instituciones públicas³⁶⁷.

En Estados Unidos, el mayor mercado de intercambio que se conoce es el Mercado de Intercambio de Acciones de Nueva York (conocido como NYSE). El NYSE y, en un menor grado, los otros mercados de intercambios, han operado tradicionalmente de una manera más rígida que los mercados OTC, especificando el número de acciones que cada empresa puede emitir, los requisitos y la capacidad de sus miembros, las acciones que éstos pueden llevar a cabo o la tasa que los participantes deben abonar por cada transacción. Sin embargo, en los últimos años, varios factores han hecho que desaparezcan las diferencias entre los mercados de intercambio y los mercados OTC: la tecnología, el aumento del uso de los ordenadores, y el desarrollo de las comunicaciones, que han revolucionado la forma de comprar, por ejemplo, en los mercados OTC. Por ello, se han generado serios

³⁶⁴ En los mercados OTC no hay una "planta" de intercambio como tal, sólo un ordenador y un teléfono de red de comunicación.

³⁶⁵ Esta situación está cambiando hoy en día. De este modo, la mayoría de los valores negociados a través del mercado de valores OTC están ya ahora en una lista del mercado de valores nacional de la NASD bastante más estructurado.

³⁶⁶ De forma básica, los ECNs son cualquiera de los sistemas informatizados de equiparación de órdenes que permite el acceso directo al mercado por parte de los inversores, sin tener que pasar por los intermediarios para la colocación de la orden.

³⁶⁷ Dado que el mercado de deuda pública atrae más a profesionales del mundo de las finanzas que a inversores institucionales o que al público en general, y dado que los valores y obligaciones de los gobiernos federales, estatales y locales no están regulados por el derecho federal de valores, el mercado de deudas y bonos ha recibido en los últimos años poca o ninguna atención por parte de los reguladores del derecho de valores estadounidense. El principal centro de atención de la regulación del derecho de valores son los mercados de acciones ordinarias.

debates sobre la necesidad o no de una “planta física de intercambio”³⁶⁸. Asimismo, este desarrollo ha provocado que la participación en la negociación y compraventa de valores, particularmente en mercados de intercambio organizados como el NYSE, sea cada vez mayor, tanto respecto al número de inversores individuales como al volumen de negociación.

Por último, es común que encontremos en los mercados de intercambio, empresas de intermediación financiera que prestan servicios y que actúan como empresas independientes, por obra y por cuenta del cliente, cobrando una comisión por sus servicios. Dentro de ellas, tenemos personas como los *brokers* o agentes intermediarios, cuya importancia y regulación abordaremos a continuación. Esta figura, es la única persona de la empresa que está autorizada para actuar como un comerciante intermediario o “creador de mercado” de un valor negociado en la conocida como “planta de intercambio”³⁶⁹. Los *brokers* suelen ser especialistas del mercado con conocimientos o estudios financieros que se encuentran registrados en ese mercado.

6.3.2 Historia de la Regulación del Mercado de Valores

Previamente a la caída de Wall Street en 1929, no existía una regulación federal de valores como tal en Estados Unidos. La falta de regulación era obvia y, por ejemplo, las firmas cuyos valores eran negociados públicamente no tenían la obligación de presentar informes financieros anuales, y de hecho no publicaban informe alguno. Para evitar este caos y la falta de información financiera, se aprobó entonces la Ley de Valores de 1933. Esta ley exigió por primera vez la publicación de los estados de cuenta y de los beneficios, así como un informe sobre las pérdidas y los datos de la compensación de los dirigentes y representantes corporativos³⁷⁰. A esta ley se añadió igualmente la Ley de Valores de 1934, que fue aprobada un año después a fin de

³⁶⁸ Si en la década de los 90's, la existencia de las negociaciones de valores en línea creó un vehículo que incrementó el acceso individual del inversor a los mercados, el desarrollo de las redes electrónicas de comunicación ha abierto además una plataforma de negociación y ha aumentado la competitividad.

³⁶⁹ En la planta de intercambio, o planta de negociación, se llevan a cabo transacciones sobre un tipo específico de valor. Las órdenes de compra y de venta se siguen, sin embargo, por un sistema electrónico que pone en contacto a los miembros de las empresas con los especialistas que trabajan en la planta de negociación. Hoy en día muchas operaciones se llevan a cabo fuera de esta planta, pero estas instalaciones continúan siendo el pilar fundamental de intercambio.

³⁷⁰ Véase supra 372.

establecer y regular los abusos corporativos en materia de compra y venta de valores, así como la publicación de los informes sobre dichas compras y ventas³⁷¹.

Sin embargo, a nivel estatal, las leyes de valores aparecieron por primera vez en Estados Unidos en la década de 1850 cuando, en respuesta a la creciente comercialización de acciones de ferrocarriles, el estado de Massachusetts comenzó a regular estas ventas en un intento de proteger a los inversores contra el fraude financiero. El estado de Kansas hizo lo mismo en 1911, ya que el fraude de valores en ese entonces se había convertido en un peligro muy real³⁷².

Además, muchos inversores tenían en aquella época la esperanza de sacar provecho de la industria minera del oro y habían sido víctimas de vendedores deshonestos que les ofrecían productos con intereses dudosos y a veces inexistentes³⁷³. A partir de entonces, las nuevas leyes de valores requerían que todos los títulos valores y sus vendedores estuviesen registrados en el estado de origen. Y fue así como en otros estados comenzaron a aprobar leyes propias, aunque al mismo tiempo, las empresas comenzaron a desafiar estas nuevas leyes de protección contra el fraude de inversiones³⁷⁴. Estas disputas y reclamaciones llegaron ante el Tribunal Supremo en 1917, donde los jueces estadounidenses decretaron que estas leyes eran válidas y constitucionales; además decretaron que estas leyes y sus restricciones no afectaban a los comerciantes.

Sin embargo, como ya hemos explicado anteriormente, al comienzo de la Gran Depresión, el fraude financiero llegó a ser el tema central de reforma financiera. La crisis bursátil de 1929 trajo problemas de fraude en la negociación bursátil a la vanguardia de la conciencia de Estados Unidos, resultando en la aprobación de la Ley de Valores de 1933. Esta ley, conocida como la “Ley del 33”, protegía a los inversores contra la tergiversación de información, y apoyó los intereses de las empresas cuyo sustento se vio amenazado por la competencia de las empresas involucradas en prácticas fraudulentas. Para los efectos, la “Ley del 33” definió de manera general a las “entidades” como cualquier *“corredor, agente, asesor de inversiones, sociedades de inversión, corredor de valores municipales, corredor de*

³⁷¹ Sarkar, D. (2015). *Securities Exchange Act of 1934*. Legal Information Institute. Descargado de https://www.law.cornell.edu/wex/securities_exchange_act_of_1934.

³⁷² Office of the Kansas Securities Commissioner (2015). *History*. Descargado de <http://www.ksc.ks.gov/index.aspx?NID=154>.

³⁷³ *Id.*

³⁷⁴ Álvarez, R. y Astarita, M. (2015). Introduction to the Blue Sky Laws. *seclaw.com*. Descargado de <http://www.seclaw.com/bluesky.htm>.

valores del gobierno, o la transferencia del agente”. Se requiere que estas entidades se registren con el gobierno y proporcionen todos los documentos financieros, así como cualquier otra información sobre la naturaleza de la emisión objeto de comercio y la gestión de estas ofertas. Sin embargo, las ofertas limitadas y privadas dentro de un estado en particular, así como el comercio dentro de las entidades del gobierno, estaban exentas de registro bajo la “Ley del 33”, siempre que se cumplieran determinadas condiciones³⁷⁵.

Al año siguiente, se aprobó una nueva legislación con el nombre de *Securities Exchange Act* de 1934, que creó la SEC. Este nuevo organismo fue dotado con capacidad para supervisar la industria de valores y hacer cumplir las reglamentaciones creadas conforme a la “Ley del 33”.

Durante las próximas décadas, las leyes para prevenir el fraude financiero se expandieron, pero el siguiente paso importante en la prevención de la mala praxis de los corredores de bolsa llegó recién con la Ley *Sarbanes-Oxley* de 2002. Sancionada como ley por el Presidente George W. Bush. Esta ley pretendía reformar la industria de valores a través del establecimiento del Comité de Supervisión Contable de Empresas Públicas (*Public Company Accounting Oversight Board* o PCAOB por sus siglas en inglés). Este Comité era una entidad sin fines de lucro que pertenecía al gobierno de los Estados Unidos y que era responsable del registro y la supervisión de las empresas de contabilidad pública³⁷⁶.

De acuerdo a la nueva ley, las empresas no sólo debían obtener el registro con la PCAOB, sino que también debían proporcionar los informes anuales y otros documentos internos a petición de dicho Comité. Además, estaban obligados a revelar públicamente los cambios en la situación financiera o las operaciones. Las empresas infractoras de la Ley *Sarbanes-Oxley* están sujetas a sanciones severas, y cualquier contador individual que a sabiendas cometiese fraude de inversiones mediante la destrucción o falsificación de registros se enfrentaría a una pena de hasta 20 años de prisión³⁷⁷. El no mantener adecuadamente los registros también se

³⁷⁵ Securities and Exchange Commission (2015). *Registration Under the Securities Act of 1933*. Descargado de <http://www.sec.gov/answers/regis33.htm>.

³⁷⁶ Public Company Accounting Oversight Board (2015). *PCAOB Oversees The Auditors of Companies to Protect Investors*. Descargado de <http://pcaobus.org/Pages/default.aspx>.

³⁷⁷ Wegman, J. (2015). *Impact of the Sarbanes-Oxley Act on Accountant Liability*. Descargado de <http://www.webpages.uidaho.edu/wegman/JerryWegmanPapers/Wegman-aleri-award-website.htm>.

clasifica como negligencia del corredor de bolsa en virtud de esta ley, y conlleva sanciones que incluyen una sentencia máxima de 10 años de prisión³⁷⁸.

A pesar de estas medidas, los fraudes cometidos por los corredores de bolsa financiera siguen siendo, sin embargo, problemas importantes que afectan a los Estados Unidos. Como consecuencia, y en particular como respuesta a la crisis financiera de 2008, el gobierno de este país ha seguido varias vías para ampliar la regulación de los valores y los inversores en un intento de evitar una crisis similar en el futuro.

6.3.3 Reforma del Sistema del Mercado de Valores después de la Gran Depresión

Como se indicó previamente, tras la crisis financiera de 1929, se buscaron medidas de protección, recuperación y revitalización de la economía³⁷⁹. Sin embargo, en los cincuenta años posteriores, a medida que mejoraba la situación financiera, se buscaron medidas para incrementar la productividad y acelerar el crecimiento económico, dejando de lado la protección del consumidor³⁸⁰. Como resultado, por ejemplo, se impugnó la Ley *Glass-Steagall*³⁸¹, lo que supuso un retroceso en la lucha para la protección del consumidor financiero. La importancia de la Ley *Glass-Steagall* radicaba en gran medida en la prohibición sobre las entidades bancarias y de intermediación de valores a que actuaran como bancos de inversión, bancos comerciales y empresas aseguradoras al mismo tiempo.

No obstante, la aprobación de la Ley *Gramm–Leach–Bliley Act* (GLB), supuso la derogación de la Ley *Glass-Steagall*. Esta ley GLB no supuso más que el reconocimiento y la aprobación de lo que ya existía en la práctica. Concretamente, la empresa *Citicorp*, una empresa tenedora de acciones de un banco comercial, ya se había fusionado con la empresa *Travelers Group* en 1998, formando el conglomerado conocido como *Citigroup*. *Citigroup* era una empresa que llevaba a cabo operaciones bancarias, de valores y de intermediación de valores y otros servicios financieros bajo

³⁷⁸ *Id.*

³⁷⁹ Entre otros, se aprobó la Ley del 33, la Ley del 34, la Ley *Glass-Steagall*, etc.

³⁸⁰ Ver supra nota 29.

³⁸¹ Ritholtz, B. (2012, 4 de agosto). Repeal of Glass-Steagall: Not a cause, But a Multiplier. *The Washington Post*. Descargado de http://www.washingtonpost.com/repeal-of-glass-steagall-not-a-cause-but-a-multiplier/2012/08/02/gJQAuvvRXX_story.html.

la marca *Citibank*, *Smith Barney*, *Primerica* y *Travelers*. Esto constituía una violación de la Ley *Glass-Steagall* y de la Ley sobre Compañías Tenedoras de Acciones de Bancos (*Bank Holding Company Act*) de 1956. En aquel entonces, la FED dio al *Citigroup* un pase temporal hasta septiembre de 1988³⁸². Sin embargo, en menos de un año, con la aprobación de la ley GLB, este tipo de fusiones fueron permitidos de manera permanente, y *Citigroup* no tuvo que cesar en ninguna medida sus operaciones.

Por tanto, gracias a la ley GLB, los bancos comerciales, de inversiones y las empresas de valores así como de seguros pudieron consolidarse. Esta ley tampoco permitió que la SEC ni ninguna otra agencia financiera federal regulen a las grandes empresas tenedoras de acciones de bancos e inversiones. Eliminó también la regulación de conflictos de intereses que prohibían que un ejecutivo, un director y hasta un empleado prestaran servicios para una empresa de valores y al mismo para un banco cualquiera³⁸³.

Las consecuencias de estas medidas liberales fueron fulminantes. El sistema bancario estadounidense y el sistema financiero en su conjunto sufrieron a causa este desacierto normativo, y a la vez se vieron afectados por los principales fraudes y escándalos financieros de principios del siglo XXI. Es por ello que hasta el día de hoy, numerosas entidades bancarias y empresas financieras han sido demandadas por temas relativos a la falta de transparencia o por los casos de fraudes perpetrados por sus ejecutivos³⁸⁴. Como solución a este descalabro normativo, el gobierno estadounidense llevó a cabo la reforma de las principales agencias federales encargadas de la supervisión bancaria y financiera, así como la expansión de la regulación de la protección del consumidor. Concretamente, se llevaron a cabo grandes cambios legislativos en relación a los requisitos para la ofertas de los productos financieros, se aprobaron nuevas reglas sobre la emisión de préstamos y se llevó a cabo la creación de todo un departamento encargado de la supervisión financiera para la protección final del consumidor, entre otros aspectos que son analizados posteriormente.

³⁸² PBS (2015). The Long Demise of Glass-Steagall. Frontline. Descargado de <http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/shows/wallstreet/weill/demise.html>.

³⁸³ *Id.*

³⁸⁴ Dorsey, T. (2013, 31 de octubre). Winners and Losers of Big Bank Lawsuits. Descargado de <http://seekingalpha.com/article/1791752-winners-and-losers-of-big-bank-lawsuits>.

6.3.4 Marco Jurídico

6.3.4.1 La Importancia del *Commerce Clause* en la Constitución Estadounidense

En Estados Unidos, la compraventa de valores está sujeta tanto a una regulación federal como a una regulación estatal bastante rigurosa. La existencia de leyes federales de valores se debe al poder que tiene el Congreso de acuerdo a la Cláusula Tercera de la Sección Octava del Artículo I de la Constitución de los Estados Unidos para regular el comercio entre los Estados³⁸⁵. Esta cláusula es comúnmente conocida como *Commerce Clause*. Esta facultad ha sido traducida al ámbito de los valores y el gobierno federal podrá regular “las transacciones que requieran el uso de cualquier forma de comunicación entre los estados o del servicio de correos”³⁸⁶.

Los tribunales han ido incluso más allá y han extendido la aplicación de las leyes federales a los casos de compraventas de valores en las que existe una dudosa relación interestatal, es decir, en situaciones en que no se ve claramente que se trate de una compraventa de valores en la que se hiciese uso del comercio entre estados o en las que se hace un uso del servicio de correos. En este sentido, los tribunales han interpretado que sí se hace uso del servicio de correos cuando, por ejemplo, con objeto de completar cualquier parte de la transacción de compraventa de valores, se realiza el respectivo pago por correo. En estos casos se podrá invocar la aplicación de la legislación federal sobre la estatal pues existe un “comercio” entre los estados ³⁸⁷. Adicionalmente, una llamada telefónica en el contexto de una compraventa de títulos valores realizada en diferentes estados también se ha considerado como uso de “propiedad federal” y se ha interpretado como una situación para la aplicación de una ley federal en la compraventa de valores³⁸⁸.

³⁸⁵ En la Sección octava del artículo 1 de la Constitución de los Estados Unidos, se establece el poder del Congreso para “regular el comercio con las naciones extranjeras, entre los diferentes estados y con las tribus indias”.

³⁸⁶ El uso de los correos en cualquier momento de la compraventa de valores es requisito suficiente para que prevalezca la aplicación de las leyes federales de valores sobre las leyes estatales.

³⁸⁷ *Franklin v. Levy*, 51 F.2d 521 (2d Cir. 1977).

³⁸⁸ *Dupuy v. Dupuy*, 511 F.2d 641 (5th Cir. 1975).

6.3.4.2 Fuentes del Derecho de Valores

La fuente principal del derecho de títulos valores estadounidense son la Constitución, las leyes federales y estatales reguladoras de valores ³⁸⁹, los reglamentos administrativos de las agencias e instituciones especializadas de valores, las decisiones administrativas de agencias especializadas de valores, las decisiones de los tribunales ordinarios y la jurisprudencia establecida por los mismos. Las leyes federales relativas a títulos valores pueden encontrarse en el título XV del Código de los Estados Unidos³⁹⁰. Estas pueden a su vez leerse en las bases de datos jurídicas estadounidenses más conocidas como *Westlaw* o *Lexis Nexis* o en muchas otras publicaciones financieras, o revistas de derecho publicadas por las facultades de derecho³⁹¹.

6.3.4.2.1 Leyes Federales

Como se indicó previamente, las leyes que regulan los mercados generalmente son reactivas, es decir, fueron aprobadas luego del acontecimiento de sucesos que ponen de manifiesto la necesidad de regulación. Así, las principales leyes federales de valores fueron emitidas entre 1933 y 1940, es decir, en el periodo inmediato posterior a la Gran Depresión. Asimismo, la Ley *Sarbanes-Oxley*, que es otra ley importante en la regulación federal del mercado de valores, fue aprobada en 2002, como respuesta a los escándalos de los casos *Enron* y *Worldcom*.

Las principales leyes federales de valores estadounidenses son la Ley de Valores de 1933, la Ley de Intercambio de Valores de 1934, la Ley del Contrato de Confianza de 1939, la Ley de las Empresas de Inversión de 1940, la Ley de los Asesores de Inversión de 1940, la Ley de Protección del Inversor de Valores de 1940 y la Ley *Sarbanes-Oxley*³⁹². A continuación describiremos cada una de ellas:

³⁸⁹ La versión oficial de las leyes federales de valores también se encuentra codificada en el Código de los Estados Unidos (artículo 77-80 del Título 15)

³⁹⁰ El Título 15 del Código de los Estados Unidos está referido al Comercio e Intercambio.

³⁹¹ Véase por ejemplo, el *Securities Lawyer's Deskbook* publicado por the University of Cincinnati College of Law, disponible en <http://taft.law.uc.edu/CCL/index.html>.

³⁹² En el 2002, el Congreso estadounidense respondió a muchos escándalos de gobierno corporativo de empresas, y aprobó igualmente numerosas enmiendas a las leyes de valores existentes.

- La Ley de Valores de 1933 es la ley que regula la oferta pública de valores, y prohíbe la venta de valores no registrados con la SEC, a excepción de ciertos valores y transacciones especificados en esta ley. Esta ley regula y prohíbe también cualquier práctica fraudulenta o engañosa en la oferta o venta de valores³⁹³;
- La Ley de Intercambio de Valores de 1934 amplió la regulación federal de la negociación de los valores que ya habían sido emitidos y estaban siendo vendidos³⁹⁴. Esta ley estableció la SEC y le transfirió la responsabilidad de la administración de la Ley de Valores de 1933, que originalmente había sido asignada a la Comisión Federal del Comercio (*Federal Trade Commission* o FTC por sus siglas en inglés). Además, esta ley obligó a que las empresas públicas divulgasen cierto tipo de información relevante para los inversores, prohibiendo al mismo tiempo, la utilización de instrumentos de manipulación en la compra y venta de valores. Finalmente, también restringió la cantidad de crédito que podría extenderse para la compraventa de valores, y exigió a los agentes de bolsa e intermediarios financieros que se registrasen con la SEC³⁹⁵;
- Cabe mencionar adicionalmente la Ley Federal de Empresas Tenedoras de Acciones de Utilidad Pública de 1935 (*Federal Public Utility Holding Company Act* o FPUHCA por sus siglas en inglés), que fue aprobada para corregir los abusos que las investigaciones del Congreso de los Estados Unidos habían descubierto en la financiación y operación de empresas holding de electricidad y gas de uso público. Esta ley buscaba lograr tanto la integración física, como la simplificación corporativa de esos sistemas. Las funciones de la SEC, de acuerdo a esta ley, fueron ampliadas en 1950 para controlar estas empresas precisamente. Ya en 1995, el Congreso recomendó que la SEC se encargase de llevar a cabo las funciones

³⁹³ Véase el texto completo de la Ley de Valores de 1933 en <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.

³⁹⁴ A diferencia de la Ley de Valores de 1933, que se centra en una disposición regulatoria única sobre los emisores principales de valores, la Ley de Intercambio de Valores de 1934 contiene distintas disposiciones dirigidas a diferentes participantes del proceso de negociación de valores. Véase el texto completo de la Ley de Intercambio de Valores de 1934 en <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

³⁹⁵ La ley de Intercambio de Valores de 1934 estipula que la SEC es la responsable del registro de los intermediarios financieros con el fin de supervisar los intercambios de valores nacionales. Además, regula las agencias encargadas de rematar las transacciones.

reguladas en esta ley pero no hubo cabida para ello puesto que en 2006 la ley fue abolida;

- La Ley del Contrato de Confianza de 1939³⁹⁶ regula de manera general la emisión pública de valores de deuda que superen cierta cantidad, que en la actualidad está fijado en 10 millones de dólares, de acuerdo a lo establecido en artículo 304(a) (9) de esta ley, y la Norma 4a-3 de la SEC. Esta ley impone unos altos niveles de independencia y una gran responsabilidad en la figura de un administrador de los valores en los que se invierten. Asimismo, la ley exige que ciertas disposiciones se incluyan en el contrato de confianza de compraventa de valores para la protección de los poseedores de estos;
- La Ley de las Empresas de Inversión de 1940³⁹⁷ otorga a la SEC una autoridad reguladora sobre las empresas públicas dedicadas a los negocios de inversión y la negociación de valores. La ley regula la composición de la gestión de las empresas de inversión, su estructura de capital, la aprobación de los contratos de asesoramiento, los cambios en la política de inversión, y exige la aprobación de la SEC para cualquier transacción por parte de aquellas empresas. Esta ley fue enmendada en 1970 para imponer controles adicionales en la compensación de la gestión y gastos de venta a los directores de la misma;
- La Ley de Asesores de Inversiones de 1940³⁹⁸, enmendada en 1960, estableció un esquema de registro de los asesores de inversión comparable a aquellos establecidos en la ley de 1934 de los corredores de bolsa, pero no tan comprensible. En 1996, la ley de 1940 fue enmendada para reemplazar la regulación estatal de los asesores de inversión con más de 25 millones de dólares de activos en su gestión. De esta manera, la ley únicamente aplicaba a aquellos asesores que gestionasen inversiones con más de 25 millones de dólares en activos;

³⁹⁶ En 1990, la ley fue enmendada para simplificar el proceso de preparación de este tipo de contratos y para disminuir los niveles de conflicto de intereses de los administradores fiduciarios. Véase el texto completo de la Ley en <http://www.sec.gov/about/laws/tia39.pdf>

³⁹⁷ Véase el texto completo de la Ley en <http://taft.law.uc.edu/CCL/InvCoAct/index.html>

³⁹⁸ Véase el texto completo de la Ley en <http://taft.law.uc.edu/CCL/InvAdvAct/index.html>

- La Ley de Protección del Inversor de Valores de 1970³⁹⁹ creó la SIPC, y le otorgó poderes de supervisión de la liquidación de las firmas de valores que entran en dificultades financieras, y de organización del pago de las reclamaciones de clientes de dichas firmas; y,
- Finalmente, la Ley *Sarbanes-Oxley* de 2002⁴⁰⁰ (“Ley SOX”) adoptó reformas comprensivas en materia de gobierno corporativo en respuesta a varios escándalos incluyendo el caso de *Enron* y *Worldcom*. Muchas de las disposiciones de esta ley están relacionadas con la necesidad de una información fidedigna y con la regulación de las penas por violaciones establecidas en las disposiciones legislativas de valores; pero lo más importante de estas enmiendas es que mejoran las normas de gobierno corporativo. La Ley SOX va más allá que cualquier otra ley de valores previa respecto a la regulación del gobierno corporativo, área que tradicionalmente había estado reservada a los estados. Por ejemplo, la Ley SOX exige en concreto reformas respecto a la contabilidad y auditorías, y al papel de los comités de auditorías de las empresas públicas. Asimismo, incrementa la responsabilidad de los ejecutivos y los abogados corporativos, así como de las sanciones penales por violaciones de las leyes federales de valores. La Ley SOX también creó el PCAOB para que supervise las acciones de los contables y para servir de “policía” del sistema de regulación previo existente.

6.3.4.2.2 Leyes Estatales

Las leyes de valores estatales son conocidas comúnmente como leyes de “cielo azul” (*blue sky laws*) y regulan el registro de los agentes o corredores de bolsa, de valores ofertados y negociados en los estados, y las sanciones contra actividades fraudulentas producidas en el estado. Ha habido varios intentos por reunificar las leyes de valores estatales. En concreto, en 1956 se promulgó una ley federal de valores uniforme que fue revisada posteriormente en 1985 y que resultó ser parcialmente o por completo aprobada en más de 30 estados. Sin embargo, esta ley

³⁹⁹ Véase el texto completo de la Ley en <http://www.sipc.org/about-sipc/statute-and-rules/statute>.

⁴⁰⁰ Véase el texto completo de la Ley en <http://www.soxlaw.com/>.

no alteró el hecho de que las leyes de valores estatales se caractericen aún por una gran diversidad de lenguajes e interpretaciones.

6.3.4.2.3 Jerarquía Legislativa

La jerarquía y el principio de aplicación de las leyes son fundamentales en el sistema de derecho de los Estados Unidos. Las leyes federales tienen un mayor ámbito de aplicación respecto de las leyes estatales. Sin embargo, con anterioridad a 1976, podemos comprobar, por ejemplo, cómo las leyes federales de valores respetaban específicamente la competencia de los estados para regular las transacciones de valores y a los profesionales que ejercen en este sector. Ese mismo año, sin embargo, las leyes federales fueron modificadas y empezaron a reemplazar la aplicación de leyes estatales de valores para estas mismas situaciones descritas; produciéndose en consecuencia una evolución y una ampliación en el ámbito del derecho de valores de la jurisdicción federal respecto de la estatal. De igual forma, en 1996, el Congreso de los Estados Unidos aprobó una legislación federal conocida como la Ley de Mejora de los Mercados de Valores Nacionales (*National Securities Market Improvement Act* o NSMIA por sus siglas en inglés) que reemplazó una gran parte de la regulación estatal que anteriormente coexistía con el sistema federal regulatorio ⁴⁰¹. En conclusión, las leyes de “cielo azul” mantienen su vitalidad en cuanto a la regulación de agentes o corredores de bolsa y asesores de inversión estatales, sin embargo, su esfera de influencia en la regulación de la oferta de valores se vio severamente disminuida por la NSMIA⁴⁰².

6.3.4.2.4 Fuentes Administrativas del Derecho de Valores

Algunas áreas del derecho federal de valores, sobre todo las disposiciones de la Ley de Valores de 1933 sobre el registro de los emisores de valores o las disposiciones de la Ley de Intercambio de Valores de 1934 relativas al registro de agentes de bolsa e intermediarios financieros, han sido objeto de desarrollo posterior por parte de la

⁴⁰¹ Véase el texto completo de la Ley en <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-104publ290/pdf/PLAW-104publ290.pdf>.

⁴⁰² Dado que la ley federal primaría sobre las leyes estatales.

SEC. Estos reglamentos administrativos forman también parte del derecho de valores estadounidense y su estudio y aplicación es de vital importancia.

Junto a los reglamentos administrativos, tenemos otras fuentes del derecho de valores como las decisiones administrativas alcanzadas por la SEC en aplicación de dichos reglamentos, las decisiones de los tribunales administrativos y las decisiones civiles y penales alcanzadas en los tribunales ordinarios que crean jurisprudencia. Por otra parte, las disposiciones generales contra el fraude descritas por la Ley de Intercambio de Valores 1934 se han desarrollado en la forma tradicional del derecho común, es decir, a través de las decisiones de los tribunales y juzgados que deciden cada caso, basándose en el sistema de precedentes.

Cabe indicar, que la SEC es un órgano que tiene amplios poderes para legislar de acuerdo a las leyes federales de valores que le otorgan esta competencia. En uso de esta potestad, la SEC ha ejercido precisamente su capacidad legislativa y ha creado una serie de normas a las que podríamos llamar una especie de fuente administrativa de derecho de valores. Así, existen tres tipos diferentes de reglas que regulan a los participantes y principales mercados de valores: la primera categoría de reglas son las reglas técnicas y procesales (por ejemplo, reglas que describen el número de copias que deberán ser procesadas); la segunda categoría de reglas son las reglas que aclaran e incluyen definiciones y términos claves utilizados en las leyes federales de valores para que exista una comprensión e interrelación uniforme; y la tercera categoría consiste en reglas sustantivas adoptadas de acuerdo a la delegación de autoridad del Congreso.⁴⁰³

Además, una fuente útil para la interpretación del derecho federal de valores son los modelos normativos y los formularios para la emisión y negociación de valores así como para el registro de sus participantes⁴⁰⁴. Adicionalmente, la SEC emite declaraciones e informes con el propósito de informar y advertir a los inversores de cualquier modificación en la regulación normativa o en la interpretación de las normas sobre negocios con valores. El principal medio utilizado para estas declaraciones son los informes por escrito o las ruedas de prensa dirigidas a las empresas y a las firmas registradas con la SEC y a otras personas interesadas.

⁴⁰³ Véase el listado de las normas aprobadas por la SEC desde 1962 en <http://www.sec.gov/about/rulesprac042004.htm>.

⁴⁰⁴ Para saber más de estos formularios y declaraciones visite la página web <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/ecfrlinks.shtml>.

Por otro lado, la SEC también ha ido desarrollando un conjunto de prácticas del derecho de valores. Muchas de estas prácticas suelen estar reflejadas en las respuestas y “cartas de no-acción”⁴⁰⁵ dirigidas bien a las empresas como a los inversores. Estas cartas son simplemente cartas en respuesta a los particulares de sus dudas sobre las declaraciones, formularios o las mismas transacciones con valores que se llevaron a cabo. En las “cartas de no-acción”⁴⁰⁶, el personal de la SEC responde a estos individuos privados y les informa de la regulación existente o les asesora sobre posibles errores. La SEC advierte en cualquier caso de que no se trata de una fuente de derecho de la que se pueda hacer uso en un tribunal, no se puede aportar como prueba en un tribunal administrativo ni utilizar como defensa ante la comisión.

Por último, las decisiones de la SEC en resolución a un proceso de valores son igualmente una fuente importante del derecho de valores. En el caso que la Comisión descubra o crea que se ha producido una violación de la ley, o de algún reglamento vigente de la SEC, esta agencia federal cuenta con varios procedimientos, que a la finalización de los mismos, se emite una decisión vinculante. Por ejemplo, si el supuesto infractor es un agente de bolsa o un Asesor de Inversiones Registrado (*Registered Investment Advisor* o RIA por sus siglas en inglés), la SEC puede decidir revocar o suspender el registro de la firma o tomar contra dicho RIA otra acción disciplinaria. Si el supuesto infractor es un emisor que intenta vender valores y ha solicitado su aprobación a través de una declaración y petición de registro establecidas en la ley de 1933, la Comisión también puede, por ejemplo, abrir un proceso y decidir suspender la efectividad de dicha aprobación y declaración. Después de las averiguaciones iniciales por un juez administrativo y en caso que éste declare que hay indicios claros de una posible infracción de las leyes de valores, el personal de la SEC actuará en dichos casos como fiscal, siendo este mismo organismo la que tomará la decisión final⁴⁰⁷.

⁴⁰⁵ Para más información sobre las cartas de no acción visite la página web <http://www.sec.gov/answers/noaction.htm>.

⁴⁰⁶ *Id.*

⁴⁰⁷ Para más información sobre las decisiones de la SEC visite la página web: <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>.

6.3.4.3 El Caso de la Regulación de los Fondos de Cobertura de Riesgo

Previamente a la crisis financiera global, los fondos de cobertura de riesgo estadounidenses (*U.S. hedge funds*) estaban ligeramente regulados, y existían exclusiones explícitas en las Leyes de Valores de 1933 y 1934, así como la Ley de Asesores en Inversiones de 1940 (*Investment Advisers Act* o IAA por sus siglas en inglés) que hacían que, en la práctica, no fuesen regulados. De hecho, muchos de los asesores de los fondos de cobertura de riesgo habían logrado no tener que registrarse ante la SEC gracias a la excepción establecida para los asesores de inversiones que tuviesen menos de 15 clientes (dado que cada fondo a los que estos asesoraban contaban solo con un cliente y no asesoraban a una empresa de inversión registrada). Sin embargo, a finales de 2004, en una disputada votación de 3 contra 2 votos, la SEC enmendó su normativa y estableció el Registro Obligatorio de los Gerentes de los Fondos de Cobertura de Riesgo en la Comisión, muy similar al registro de los RIA. A partir de este momento, los gerentes de estos fondos debían registrarse dado que cada inversor del fondo contaba ahora como un cliente único a efectos del requisito de registro. Por lo tanto, estos gerentes no podrían beneficiarse más de la excepción del asesor privado establecida por la ley. Ello significó que estos gerentes tenían que reportarse con la SEC, divulgando toda la información de las prácticas del negocio del fondo y del historial del propio gerente. Además, dicha información debía proporcionarse a los clientes y se debían adicionalmente desarrollar sistemas de control interno, así como procedimientos de cumplimiento de la ley, y mantenimiento de determinados libros contables, poniendo toda la información a disposición de la SEC, para su evaluación y análisis⁴⁰⁸.

Sin embargo, en el 2006, el Tribunal de Apelación del Distrito Federal de Columbia revocó la normativa aprobada por la SEC en el caso *Goldstein v. SEC*⁴⁰⁹. Por decisión unánime, el Tribunal declaró que la SEC se había excedido en su capacidad reguladora y que la interpretación del término que hizo de “cliente” fue arbitraria e irracional. La SEC anunció entonces que no apelaría el caso, lo que

⁴⁰⁸ Securities and Exchange Commission (2015). *Hedge Funds – A New Era of Transparency Opens*. Discurso dado por la Jefa de la SEC, Mary Jo White. Descargado de <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370539892574>.

⁴⁰⁹ *Goldstein v. Securities and Exchange Commission*, 451 F.3d 873 (D.C. Cir. 2006).

significó la vuelta a la aplicación de la legislación anterior que exceptuaba a los gerentes de los fondos de cobertura de riesgo del registro en la misma⁴¹⁰.

Cabe destacar que, a pesar de que los fondos de cobertura de riesgo no fueron considerados como la causa principal de la crisis, son muchos los que apuntan a que su existencia empeoró la situación. Además, el escándalo de Bernard Madoff en Estados Unidos avivó la discusión sobre la regulación de los fondos de cobertura de riesgo⁴¹¹. Resultado de la crisis, la Ley *Dodd-Frank* de 2010 eliminó de nuevo la excepción de “asesor privado” que la SEC intentó establecer en 2004, y solo mantuvo una excepción limitada de registro para los asesores de fondos privados con menos de 150 millones de dólares en activos bajo su gestión. Esta ley también requirió a la SEC la adopción de regulación que prohibiese la compensación basada en incentivos que pudiese llevar consigo riesgo inapropiado para una institución financiera, incluyendo a los asesores de inversión con activos de más de 1.000 millones de dólares en adelante⁴¹².

En 2011, la SEC adoptó la normativa final que implementaba las disposiciones de la Ley *Dodd-Frank* sobre protección del consumidor, enmendando la IAA. Se abolieron así varias excepciones, especialmente en materia de registro de los intermediarios financieros, y se crearon nuevas excepciones. Concretamente, la SEC requirió a los RIA de fondos de cobertura de riesgo y otros fondos privados reportes periódicos de información sobre sus funciones. Por último, para ayudar a valorar el riesgo sistémico, se creó el nuevo Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Oversight Council*)⁴¹³.

6.3.4.4 La Reforma de las Agencias de Calificación de Crédito

Desde 1975 existe un sistema de agencias de calificación de crédito en los Estados Unidos que es conforme a la regulación emitida por la SEC. Este sistema contiene

⁴¹⁰ La SEC anuló el registro de los managers que ya se habían registrado. De esta manera, el registro se convirtió de nuevo en voluntario.

⁴¹¹ Bernard Madoff fue un gerente de fondos de cobertura de riesgo que llevó a cabo una estafa pirámida Ponzi y logró defraudar de esta manera a miles de inversores.

⁴¹² McKenna, F. (2015, 16 de julio). Dodd-Frank Rule to Curb Bank Incentive Pay Likely Last to Finish Line. *Market Watch*. Descargado de <http://www.marketwatch.com/story/dodd-frank-rule-to-curb-bank-incentive-pay-likely-last-to-finish-line-2015-07-16>.

⁴¹³ U.S. Department of Treasury (2013, 25 de abril). *Financial Stability Oversight Council: Home*. Descargado de <http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Pages/home.aspx>.

varias organizaciones de carácter nacional reconocidas para la calificación estadística. El principal problema que se detectó desde el principio fue que la SEC no tenía una capacidad robusta de monitoreo o la habilidad de regular las agencias de calificación de crédito. Además, a nivel nacional no existía una organización de reconocido prestigio encargada de llevar a cabo las estadísticas de las agencias de calificación de crédito.

No obstante, fue gracias al escándalo *Enron* de 2002 que el Comité de Asuntos Gubernamentales del Senado de Estados Unidos comenzó a investigar las actividades de las agencias de calificación, concluyendo que la SEC debía llevar a cabo una supervisión más estricta⁴¹⁴. Fue entonces cuando la SEC se tomó en serio estas exigencias y encontró numerosas irregularidades en el seno de estas agencias. Sin embargo, no fue hasta abril de 2005 que la SEC se propuso intervenir e inició una iniciativa de reforma de las mismas.

Como consecuencia de ello, se aprobó en 2006 la Ley de Reforma de las Agencias de Calificación de Crédito (*Credit Rating Agency Reform Act* o CRARA por sus siglas en inglés), la cual reconocía la existencia de reglas y prácticas que habían creado una barrera artificial para la entrada en un mercado de tendencias oligopólicas⁴¹⁵. Esta nueva Ley estableció un marco regulador para las agencias que evaluaban la deuda pública y privada, reemplazando el sistema nacional reconocido y establecido por la SEC, y sustituyendo el sistema de designación de organizaciones de agencias de crédito por el de un sistema de registro formal con la SEC, de manera que esta adquirió más poderes de investigación y supervisión.

Los requisitos para que las agencias de calificación pudiesen registrarse con la SEC establecían que estas agencias tenían que haber estado activas durante los últimos 3 años consecutivos y haber emitido calificaciones certificadas por al menos 10 compradores institucionales cualificados. Estos requisitos no entraban a valorar las calificaciones de crédito, sin embargo, una vez que fuesen registradas deberían certificar anualmente que cumplían con los criterios de registro de la SEC. En caso contrario, los registros podrían ser revocados o suspendidos. Por lo tanto, podemos decir que los modelos de negocios en donde el emisor pagaba por las calificaciones

⁴¹⁴ U.S. Senate (2008, 22 de octubre). Credit Rating Agencies and The Financial Crisis. Descargado de <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-110hhrg51103/html/CHRG-110hhrg51103.htm>.

⁴¹⁵ Véase el texto completo de la Ley en <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf>.

de crédito quedaron intactos. Lo que sí cambió fueron los requisitos para los informes, aunque muchas de estas agencias ya contaban con modelos de informes que resultaron válidos en sus páginas web.

Dado que las agencias de calificación de crédito no funcionaron correctamente durante la crisis financiera global, la Ley *Dodd-Frank* reforzó el régimen regulador de las agencias de calificación de los Estados Unidos. Esta ley estableció una penalización para los empleados de dichas agencias de calificación por conductas impropias. Además, creó una oficina de calificación de los créditos dentro de la SEC, a fin de administrar las normativas y llevar a cabo evaluaciones anuales. Adicionalmente, esta ley contenía disposiciones relativas a las divulgaciones públicas de los datos usados para calcular todas las calificaciones, así como el envío de un informe anual para el control interno de cada una de las agencias. Igualmente se establecieron reglas de gobierno corporativo⁴¹⁶.

Por último, la Ley *Dodd-Frank* exigió a la SEC la adopción de un número determinado de reglas respecto del control interno de dichas agencias, los conflictos de intereses, la divulgación de las estadísticas de funcionamiento, la metodología para la calificación del crédito, y una divulgación adicional sobre la estructura de los productos financieros. Además, prohibió a los organismos federales que mencionasen o se refiriesen que confiaban en las calificaciones de crédito otorgadas por las mencionadas agencias⁴¹⁷. Cabe mencionar, por su parte, que dado que la mayoría de agencias de calificación de crédito residen en los Estados Unidos, pero operan nivel mundial, su regulación tiene efectos extraterritoriales en la Unión Europea.

⁴¹⁶ Clark, R. (2005). *Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too*. Facultad de Derecho de la Universidad de Harvard. Descargado de http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Clark_525.pdf.

⁴¹⁷ Securities and Exchange Commission (2015). *Credit Rating Agencies*. Descargado de <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/creditratingagencies.shtml>.

6.3.5 Marco Institucional de la Regulación del Mercado de Valores

6.3.5.1 La Comisión de Valores e Intercambios – SEC

La Comisión de Valores e Intercambios de los Estados Unidos (*Securities and Exchange Commission* o SEC por sus siglas en inglés) nació de las cenizas de la crisis de 1929 y se constituye en la actualidad como una de las agencias independientes federales más importantes en materia de valores⁴¹⁸.

Tras la caída de los mercados bursátiles y la Gran Depresión, la confianza en los mercados era demasiado baja. El Congreso de los Estados Unidos se reunió entonces para identificar los problemas que se estaban produciendo y concluyó que como primer paso debía restaurarse la confianza en los mercados. Ese fue el motivo de la aprobación de las leyes federales de valores de 1933 y 1934, y en última instancia, de la creación de la SEC. Estas dos leyes pretendían recuperar la confianza de los inversores a través de dos medidas principales:

- Las empresas que ofertasen valores debían proveer información verídica respecto a los tipos de negocios y los riesgos que estas conllevaban; y,
- Las empresas que vendiesen y negociasen con valores (corredores, agentes y aquellos encargados de llevar a cabo los intercambios) debían tratar a todos los inversores de manera justa y honesta.

La SEC fue creada por el Congreso de los Estados Unidos mediante la aprobación de la Ley de 1934, como una agencia federal independiente de carácter cuasi-judicial durante la época de la Gran Depresión y el *crack* de 1929. Se entiende por agencia federal independiente de Estados Unidos aquella que existe fuera de los “Departamentos”⁴¹⁹ o Ministerios del poder ejecutivo, es decir, que ha sido establecida por separado, a través de leyes aprobadas por el Congreso de los Estados Unidos. Cada una de ellas cuenta con unas concesiones legales determinadas que definen los objetivos de estas agencias, así como las áreas substantivas, en el caso de que las hubiere, sobre la cual tendrían poder de reglamentación.

La principal razón por la que se creó la SEC fue para regular el mercado de

⁴¹⁸ Equivalente a un organismo federal de carácter administrativo o ejecutivo.

⁴¹⁹ Equivalente a los Ministerios en España.

valores y prevenir los abusos relacionados con la emisión y compraventa de títulos valores, así como con las declaraciones financieras fraudulentas de las empresas y sociedades que cotizaban en bolsa.⁴²⁰

6.3.5.1.1 El Papel de la SEC en la Protección del Inversor

Las leyes y reglamentos que rigen las transacciones con títulos valores negociados en bolsa en los Estados Unidos se basan en un principio muy claro y sencillo: “todos los inversores, ya sean grandes instituciones o individuos, deberán tener conocimiento de ciertos hechos concretos básicos sobre las empresas que cotizan sus valores, los intermediarios financieros que actúan en el mercado de valores y el valor de sus inversiones”⁴²¹. Para lograr cumplir con este principio, la SEC exige a las empresas emisoras de valores negociables en bolsa que presten al público toda la información financiera relevante para sus inversores. Para el manejo de esta información, la SEC creó un banco común de información denominado EDGAR⁴²². Dicho banco de datos ayuda a los inversores para que puedan juzgar y decidir por sí mismos si la inversión de los títulos y obligaciones de determinadas empresas constituyen una buena inversión⁴²³.

La función final de la SEC es proteger a los inversores y mantener la integridad de los mercados de valores ya que un número siempre creciente de nuevos inversores acude a los mercados para asegurar su futuro, pagar sus viviendas, o garantizar una buena educación para sus hijos. La SEC supervisa también otros participantes clave en el mundo de las bolsas y los mercados financieros, incluyendo los corredores o agentes de bolsa, los asesores de inversiones y de fondos mutuos. Aquí también, la SEC se preocupa sobre todo en proveer información importante a los inversores que interactúan con las diversas organizaciones para que conozcan a

⁴²⁰ Cada año, la SEC interpone unas 400-500 demandas civiles contra personas y empresas violadoras de las leyes y reglamentos de intercambio de títulos y obligaciones bursátiles. Las infracciones típicas son la compraventa de valores por parte de funcionarios de confianza, los fraudes contables, y la divulgación de información falsa y engañosa relacionada con valores bursátiles y las empresas emisoras.

⁴²¹ Véase supra nota 393.

⁴²² Securities and Exchange Commission (2015). *Important Information About EDGAR*. Descargado de <http://www.sec.gov/edgar/aboutedgar.htm>.

⁴²³ Se entiende que sólo a través de un flujo regular y oportuno de información completa y precisa, los inversores podrán tomar las mejores decisiones.

sus intermediarios financieros y los derechos con respecto a estos como clientes.⁴²⁴

6.3.5.1.2 Las Investigaciones de la SEC

La SEC tiene potestad establecida por ley para llevar a cabo investigaciones de empresas financieras y determinar si ha habido o no una violación del derecho federal de valores. Esta autoridad incluye, tal y como se recoge en la sección 21 de la Ley de Intercambio de Valores de 1934 y en la sección 19(b) y 20(a) de la Ley de Valores de 1933, la potestad de citar a testigos para prestar juramento y obligar a que estos muestren los libros contables de cualquiera de las empresas financieras que actúan en cualquiera de los mercados de valores de Estados Unidos. La SEC puede igualmente llevar a cabo una investigación inicial para determinar si el objeto de la investigación está sujeto a la jurisdicción federal de valores⁴²⁵.

En general, cuando existe información de que se ha producido una violación de alguna ley, la SEC llevará a cabo una investigación informal, a través de un proceso de entrevistas a posibles testigos, en primer lugar, y la recopilación de información de las empresas financieras respecto de los hechos denunciados, en segundo lugar. Si esta investigación inicial indica la existencia de una violación, el personal de la SEC expedirá una orden formal de investigación, delimitando el alcance de la misma y designando a las personas encargadas de llevar a cabo la investigación⁴²⁶. Los procedimientos formales de investigación de la SEC están establecidos en las Reglas Relativas a las Investigaciones de la Comisión (*Rules Relating to Investigation* o RRI por sus siglas en inglés)⁴²⁷. De acuerdo a la norma RRI 203.7 de la Comisión, cuando se cite a un testigo, este estará obligado a aportar pruebas y testificar en caso de un fraude bursátil y, a su vez, tendrá derecho a tener representación de un abogado y a ver la copia de la orden de investigación. La SEC

⁴²⁴ La lucha contra el fraude en el sector de la inversión en títulos valores requiere coordinar esfuerzos. El factor más importante para una protección efectiva de las inversiones es que el inversor esté informado y sea prudente. La SEC ofrece al público una gran cantidad de información en su sitio en la Internet, www.sec.gov. Este sitio también incluye el banco de datos EDGAR de documentos informativos que las empresas con valores bursátiles negociables deben presentar a la Comisión.

⁴²⁵ En los casos en los que se afirma que la investigación se inició por presiones políticas, un tribunal puede negar la potestad de presentar una demanda por parte de la SEC sobre la base de un abuso del proceso.

⁴²⁶ Securities and Exchange Commission (2015). Investigations by the Securities and Exchange Commission. Descargado de <http://www.sec.gov/answers/investg.htm>

⁴²⁷ Véase el texto completo de la regulación en <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/203.7>.

puede, sin embargo, alegando una causa razonable, denegar a un testigo el derecho de obtener una copia del transcrito de su testimonio, incluso si el testigo tiene, por ley, derecho a verlo.

El proceso de investigación llevado a cabo por la SEC está sujeto a las mismas reglas sobre pruebas, testimonios y privilegios existentes en los procesos judiciales en Estados Unidos⁴²⁸, incluyendo los privilegios de confidencialidad de la relación abogado-cliente, la prohibición contra la búsqueda e incautación indebida (*search and seizure*) contenida en la Cuarta Enmienda, y el privilegio de la no autoincriminación (*no self-incrimination*), establecido en la Quinta Enmienda de la Constitución estadounidense⁴²⁹. Sin embargo, de acuerdo a las leyes de valores, se exige el mantenimiento de una serie de libros contables y registros por motivos de interés público, así como la obligación de mostrar estos libros contables y aportar las pruebas sobre registros relacionada con las operaciones con valores inclusive a pesar de lo establecido por la Quinta Enmienda⁴³⁰.

Por otro lado, de acuerdo a la sección 21(h) de la Ley de Intercambio de Valores de 1934, la SEC no está obligada a notificar al cliente durante los primeros noventa días del inicio de una investigación⁴³¹. Asimismo, la sección 21(a) de la misma ley autoriza a la SEC a publicar la información y decisiones relativas a las violaciones de leyes de valores y fraudes que son descubiertas en el curso de las investigaciones⁴³². Si la SEC decide llevar a cabo una investigación pública en una situación particular, y se demuestra que se han llevado a cabo acciones ilegales por parte de dicha agencia respecto de los derechos de cualquier persona, esa persona tiene el derecho de responder y refutar las pruebas documentales. Sin embargo, en una investigación privada, una persona que conoce que está siendo objeto de una investigación no tiene derecho a personarse o reclamar ante la Comisión para negar

⁴²⁸ Véase dichas reglas en http://www.law.cornell.edu/uscode/28/usc_sup_01_28.html.

⁴²⁹ Véase el texto completo de la Constitución de los Estados Unidos en <http://www.usconstitution.net/const.html>

⁴³⁰ Un dato importante es que la Comisión no tiene por qué cumplir con el Derecho establecido en la Ley de Privacidad de 1978, esto es, la Comisión no tiene que demostrar una buena razón para pedir que se entreguen los libros contables y financieros de un cliente o de una institución financiera.

⁴³¹ Los procedimientos formales de investigaciones de la SEC se llevan normalmente a cabo en privado, para evitar un daño no justificado a las personas que están siendo investigadas. En algunos casos, la Comisión ha permitido y acordado que las personas que están siendo investigadas puedan presentar declaraciones escritas en las que se incluyan sus acciones, y se comprometan a comportarse mejor en el futuro, declaración que la Comisión entonces hace pública de acuerdo a la sección 21(A), como parte del proceso para la investigación.

⁴³² Véase supra nota 394.

los cargos que han sido objeto la investigación.⁴³³ Una investigación de la SEC puede servir como prelude de los diferentes tipos de procedimientos gubernamentales que comienzan ante la existencia de una señal de posible fraude. Por ejemplo, si durante la fase de investigación, la SEC descubre pruebas de que existe una violación de las leyes federales de valores, la Comisión puede ordenar que se celebre una audiencia administrativa para determinar si la persona o la empresa son responsables, e imponer las sanciones correspondientes. Las audiencias administrativas sólo pueden llevarse a cabo contra una firma o persona registrada con la SEC, es decir, contra un agente o corredor de bolsa, un RIA, una empresa de inversiones u otra entidad financiera regulada; o con respecto a los valores registrados con la SEC. Las sanciones por violaciones pueden ir desde la censura de actividades y operaciones con valores hasta la limitación en las actividades o la cancelación del registro de la firma de valores con la SEC.

Por su parte, de acuerdo con la sección 2462 del título 28 U.S.C. sobre los procesos judiciales, los procesos de suspensión de la SEC, como cualquier otro proceso judicial, están sujetos a un límite por prescripción de cinco años, a la finalización del cual, si se demuestra que ha habido una violación de la ley o si se identifica a los responsables, se determinarán las sanciones correspondientes en cumplimiento de las leyes, a través de las sanciones estipuladas en las leyes aplicables de valores⁴³⁴.

Respecto al alcance de la potestad de la SEC, es importante destacar que antes de 1964 la Comisión no tenía forma de juzgar a los empleados de las empresas o corredores de bolsa que resultasen ser cómplices o que hubieran de haber participado en las actividades ilegales de la firma. Sin embargo, las enmiendas a la Ley de Valores de 1964 (*Securities Acts Amendments of 1964*) permitieron que la SEC tuviese la capacidad de suspender o censurar cualquier firma o cualquier persona que la Comisión encontrase que hubiese violado las disposiciones de la Ley de Valores de 1934. Además, en 1990, el Congreso amplió significativamente los poderes de la SEC, de acuerdo a las secciones 21B y 21C de la Ley de 1934, y amplió su capacidad para imponer penas de hasta 500.000 dólares por violaciones de las leyes federales de valores y para emitir órdenes de censura en contra de aquellos

⁴³³ Astarita, M. (2015). The Wells Notice in SEC and NASD Investigations. *seclaw.com*. Descargado de <http://www.seclaw.com/docs/wellsnotice.htm>.

⁴³⁴ *Johnson v. Securities and Exchange Commission*, 87 F.3d 484 (D.C.Cir.1996).

que estuviesen violando la ley, estuviese o no el particular o la empresa registrada con la SEC⁴³⁵.

6.3.5.1.3 Los Procesos Administrativos por parte de la SEC

Se conoce por procedimientos administrativos de valores los casos decididos por jueces administrativos de la SEC que, a diferencia de los casos penales o civiles interpuestos en los tribunales federales de los Estados Unidos, no pertenecen al mismo sistema de justicia⁴³⁶. Sin perjuicio de ello, cabe mencionar que los jueces administrativos pueden emitir órdenes de cese y desistimiento de actividades, imponer multas civiles y prohibir a particulares y empresas trabajar como asesores de inversión o intermediarios financieros⁴³⁷.

Las audiencias administrativas están reguladas por las normas de la SEC y registradas en la base de datos de esta⁴³⁸. Estas audiencias comienzan con la entrega de una copia de la citación por parte de la Comisión a cada una de las personas involucradas en el proceso administrativo. La audiencia es llevada a cabo ante un órgano independiente de justicia denominado Juez de Justicia Administrativa, en un juicio sin jurado, con el personal de la Comisión y los demandados, cada uno con el derecho de responder a las alegaciones presentadas, pudiendo traer testigos y con el derecho de interrogar a dichos testigos. La audiencia puede ser pública o privada a discreción de la SEC⁴³⁹. Los demandados casi siempre intentarán que se lleven a cabo audiencias privadas para minimizar los riesgos de imagen⁴⁴⁰.

Al concluir la audiencia, el juez administrativo entrega una decisión inicial, la cual contiene un análisis de las pruebas presentadas, las conclusiones legales y una decisión. La decisión puede ser revisada por la Comisión a petición de los demandados o por su iniciativa propia. De otro lado, la Comisión no tiene la obligación

⁴³⁵ Spatt, C. (2015). *Speech by SEC Staff: "Penalties and Sanctions for Securities Fraud": Remarks Before the American Economic Association*. Descargado de <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch010607css.htm>.

⁴³⁶ Los procedimientos ante la SEC son procedimientos administrativos, no judiciales.

⁴³⁷ Como se puede ver, estos jueces tienen amplias facultades sancionadoras.

⁴³⁸ La base de datos de la SEC también registra los procedimientos administrativos paralelos penales o civiles. La base de datos está estructurada como un archivo de expediente de los jueces y registra dichos procedimientos administrativos a partir de 1989. Para más detalles sobre los casos que están siendo revisados en este momento visite la página: <http://www.sec.gov/litigation/admin.shtml>

⁴³⁹ Véase supra nota 393.

⁴⁴⁰ El riesgo de imagen o riesgo reputacional puede llegar a ser, en muchos casos, mayor al riesgo económico por la pérdida de un proceso judicial o procedimiento administrativo.

de aceptar un recurso de revisión pero la práctica indica que la Comisión lo aceptará cuando se trate de una decisión de suspensión, negación o revocación del registro de operadores con la SEC. En dichos supuestos, la SEC decide de nuevo el caso con base a los escritos entregados por las partes y, en caso de que así se haya solicitado y aprobado, basado en los argumentos orales presentados. Asimismo, la SEC podrá igualmente modificar la decisión inicial en cualquier forma, incluyendo la posibilidad de elevar las sanciones impuestas⁴⁴¹.

Es frecuente que los demandados opten por llegar a un acuerdo, aceptando las sanciones propuestas y que a cambio de ello, no se proceda a la publicación de las pruebas por parte del SEC, a fin de ahorrarle a la empresa la mala publicidad del proceso iniciado⁴⁴². La Comisión, sin embargo, normalmente insiste en que el demandado convenga con los resultados y exige también que la decisión sea publicada. Ante ello, los críticos de la SEC la acusan hacer uso de sus poderes para forzar acuerdos y anunciarlos como nueva ley.

Por otra parte, en respuesta a las reclamaciones interpuestas por los inversores, la SEC podrá, de acuerdo a la regla de práctica 102(e)⁴⁴³, sancionar, suspender o incapacitar a aquellos profesionales que hayan actuado negligentemente o que se haya demostrado que tuvieron una conducta inapropiada. De acuerdo a esta regla, la SEC podrá retirar el privilegio de poder trabajar con empresas de inversión y corredores de bolsa a las personas que la SEC determine que:

- No estén capacitados para ejercer de acuerdo con las reglas de la SEC;
- No posean el carácter o la integridad necesaria, o hayan tenido una conducta lejos de ser profesional; o,
- Hayan violado una ley federal de valores.

Haciendo uso de esta regla, la Comisión ha incapacitado a un sinnúmero de abogados y contables para poder ejercer su derecho ante la Comisión. En estos casos, estos profesionales podrán seguir trabajando a nivel estatal, pero no dentro de la SEC, que es una agencia del gobierno federal.

⁴⁴¹ Véase el caso *Hanly v. Securities and Exchange Commission*, 415 F2d 589 (2d Cir. 1969).

⁴⁴² Generalmente a través de arbitraje. Véase supra nota 468.

⁴⁴³ Véase el texto completo de las Reglas de Práctica de la SEC en <https://www.sec.gov/about/rulesprac2006.pdf>

6.3.5.1.4 Revisión Judicial de las Acciones de la SEC

De acuerdo con la sección 9 de la Ley de Valores de 1933 y la sección 25 de la Ley de Intercambio Valores de 1934, cualquier parte afectada por una orden final emitida en un proceso administrativo de la SEC puede solicitar su revisión ante los Tribunales de Apelación del Distrito de Columbia de los Estados Unidos, o en el circuito correspondiente donde una de las partes resida o tenga su lugar principal de negocio. Los tribunales tendrán entonces la ocasión de llevar a cabo la revisión de las decisiones tomadas por la SEC, pudiendo rectificar y criticar los errores cometidos por la misma, enunciando claramente los presupuestos jurídicos o de hecho en los que se basaron para tomar su decisión⁴⁴⁴.

Sin embargo, existen ciertas acciones llevadas a cabo por la SEC que no son sujetas a revisión judicial. Entre ellas se incluyen:

- Las decisiones sobre la exclusión de alguno de los accionistas a ejercer su derecho de voto;
- Las decisiones sobre el incremento de las tarifas mínimas cobradas por la Comisión en un intercambio de acciones; y,
- Las decisiones sobre la adopción de una norma que descalifica a cierto tipo de entidades y profesionales para poder ser miembros en un mercado de valores⁴⁴⁵.

En este contexto, en 1973, los tribunales de justicia optaron por la siguiente posición: las decisiones administrativas serán revisadas por tribunales de justicia ordinarios, sin embargo, si la acción conlleva un asunto ordinario que la SEC tiene potestad para regular y sobre el que no existe la revisión, no se tratará de una orden sujeta a revisión oficial⁴⁴⁶. Sin embargo en 1975, la enmienda a las leyes de valores cambió esta tendencia y autorizó a las personas que se ven afectadas de manera negativa por la adopción de una norma de la SEC, a obtener la revisión ante un

⁴⁴⁴ Véase supra nota 393. Asimismo, es significativo el caso *Berro v. Securities and Exchange Commission*, 297 F.2d 116 (2nd Cir. 1961). A pesar de que en principio la SEC solo puede imponer sanciones severas, basadas en una conducta supuestamente fraudulenta, y sobre la base de una clara y convincente prueba, el Tribunal Supremo de los Estados Unidos ha reafirmado el poder de la Comisión, de acuerdo con el artículo 7 de la ley de proceso administrativo, para determinar la violación de una ley sobre la base de un estándar de preponderancia de la prueba.

⁴⁴⁵ Benedict, R. (2012). Judicial Review of SEC Rules: Managing the Costs of Cost-Benefit Analysis. *Minnesota Law Review*. Descargado de http://www.minnesotalawreview.org/wp-content/uploads/2012/11/Benedict_MLR.pdf.

⁴⁴⁶ *Id.*

tribunal de apelación, de acuerdo con la sección 25(b) de la Ley de Intercambio de Valores de 1934. Además, los tribunales han determinado que la adopción de una norma por parte de la SEC no es una orden sino que constituyen una “acción de una agencia”⁴⁴⁷ sujeta a revisión judicial, de acuerdo a la sección 10 de la Ley de Procedimiento Administrativo.

Por su parte, de acuerdo a la sección 21(d) de la Ley de 1934, la SEC tiene autoridad específica otorgada por la ley para ser parte y presentar una demanda en los tribunales federales de distrito contra individuos o empresas que la SEC entienda que han sido responsables de un fraude, a fin de determinar si se ha producido una violación de las leyes de valores⁴⁴⁸. Por último, cabe indicar que una orden judicial de inicio de una investigación será concedida de acuerdo al principio constitucional de legitimidad o *standing*, que califica a la SEC para ser parte interesada en el proceso, en los casos en los que exista una probabilidad razonable de violación de la normativa de valores en un futuro, o cuando el acusado suponga una amenaza al público⁴⁴⁹.

6.3.5.1.5 Las Organizaciones Autorreguladoras que Complementan el Trabajo de la SEC

Además de la SEC, existen diferentes organizaciones autorreguladoras (*Self-Regulatory Organizations* o SRO por sus siglas en inglés) que son organizaciones no gubernamentales con capacidad para crear y ejecutar normativa y estándares que se encargan de velar por los mercados de valores y de regular la profesión de los corredores y agentes de bolsa que trabajan y gestionan el mercado de valores en los Estados Unidos⁴⁵⁰. Su principal objetivo es la protección del inversor a través de la promoción de la igualdad y la ética entre los profesionales de la gestión de valores.

El término “Organización Autorreguladora” se utiliza en la actualidad para

⁴⁴⁷ Las cartas de no-acción de la SEC se han hecho públicas desde 1970. Pueden verse en la oficina de la SEC de Washington y están nuevamente disponibles en una variedad de fuentes comerciales. Los textos oficiales de las decisiones de la SEC en los procedimientos administrativos son distribuidos, impresos y recopilados en volúmenes conocidos como decisiones e informes de las SEC. También son fuente legal las compilaciones actualizadas de las constituciones, reglas, e interpretaciones de los intercambios de valores más importantes se encuentran en los volantes.

⁴⁴⁸ Véase el texto completo de la Sección 21 en http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_enforce/selpro.pdf.

⁴⁴⁹ Véase el caso *Securities and Exchange Commission v. Caternicchia*, 613 F.2d 102 (5th Cir. 1980).

⁴⁵⁰ Cornell University Law School (2015). Self-regulatory Organizations. Legal Information Institute. Descargado de https://www.law.cornell.edu/wex/self_regulatory_organization.

describir a las organizaciones autorizadas por ley o a las agencias del gobierno que ejercen control sobre un determinado aspecto de la industria de valores⁴⁵¹. Entre ellas, y en relación con el mercado de valores, destacamos la Autoridad Reguladora de la Industria Financiera (*Financial Industry Regulatory Authority* o FINRA por sus siglas en inglés), o la Asociación Nacional de Corredores de Bolsa (*National Association of Securities Dealers* o NASD por sus siglas en inglés). Además, el Congreso creó la Junta de Reglamentación de Valores Municipales (*Municipal Securities Rulemaking Board* o MSRB por sus siglas en inglés) como organización encargada de la adopción de normas de protección de los inversores que rigen a los agentes de bolsa y a los bancos que suscriben el comercio y la venta de bonos exentos de impuestos y otros tipos de valores municipales. Por último, la FINRA, que es la mayor SRO de la industria de los valores en los Estados Unidos, posee un foro neutral de resolución alternativa de conflictos⁴⁵².

La actual FINRA, junto con la SEC, son los dos organismos reguladores más importantes del mercado de valores de los Estados Unidos, aunque su alcance y objetivo son bastante diferentes:

- La misión de la SEC es la protección del inversor y el mantenimiento de la integridad de los mercados, ya sea de los mercados de intercambios de bolsa o los extrabursátiles; mientras que la misión de la FINRA es la de supervisar virtualmente a todos los corredores de bolsa y las agencias⁴⁵³;
- La SEC es la encargada de ejecutar leyes federales de valores y asegurar que exista un trato justo hacia el inversor; mientras que La FINRA lleva a cabo la creación y ejecución de las reglas establecidas en las leyes federales; y,
- La SEC tiene poder general, por ley, para supervisar las transacciones realizadas por los operadores dentro del mercado estadounidense; mientras que la FINRA tiene poderes únicamente sobre sus miembros, los cuales voluntariamente se someten a formar parte de ella.

En definitiva, si bien la SEC, la FINRA y las otras SRO tienen objetivos y

⁴⁵¹ Durr, K. y Colby, R. (2010, 1 de diciembre). The Institution Experience: Self-Regulatory Organizations in the Securities Industry, 1972-2010. *sechistorical.org*. Descargado de <http://www.sechistorical.org/museum/galleries/sro/>.

⁴⁵² FINRA (2005) What to Expect: FINRA's Dispute Resolution Process. Descargado de <https://www.finra.org/sites/default/files/Education/p117486.pdf>.

⁴⁵³ Pero en general, la SEC supervisa a la FINRA.

alcances distintos, todas ellas tienen en común proporcionar estabilidad a los mercados, y aún más importante, la protección al consumidor.

6.3.5.1.5.1 Procedimientos Disciplinarios de las Organizaciones Autorreguladoras

Las normas de las instituciones autorreguladoras (SRO) reflejan la importancia de un trato justo hacia el cliente⁴⁵⁴. Por ejemplo, los miembros de la FINRA deben cumplir con las reglas de la NASD de Prácticas Leales. Estas reglas generalmente requieren que los agentes e intermediarios financieros observen un alto nivel de honestidad comercial y respeten los principios de justicia y equidad en el intercambio de valores y en el resto de transacciones de sus negocios. Otra de las normas que deben respetarse por los agentes e intermediarios financieros son las normas o principio de "mejor ejecución". Por ejemplo, los miembros de FINRA deben utilizar el criterio de "diligencia razonable" para determinar cuál es el mejor mercado o producto para invertir, de modo que el precio que el cliente reciba sea el más favorable posible bajo las condiciones de mercado⁴⁵⁵.

Por otra parte, en caso de que no se respeten las normas SRO descritas, la SEC podrá iniciar un procedimiento administrativo contra un agente o corredor de bolsa. En ese sentido, como explicamos anteriormente, una de las sanciones de las que dispone la Comisión es la suspensión o revocación del estatus de miembro del demandado de una organización autorreguladora financiera, como por ejemplo, la NASD. De esta manera esta persona no podrá actuar como intermediario financiero en ninguno de los mercados que exijan su registro con una determinada organización autorreguladora.

Por todo ello, podemos concluir que los poderes sancionadores de la SEC son amplios. Además, después de la crisis, y como analizaremos posteriormente, sus facultades fueron ampliadas significativamente.

⁴⁵⁴ Estas organizaciones autorreguladoras están específicamente autorizadas y de hecho están obligadas a imponer sanciones a sus miembros por las violaciones de las leyes de valores o de las normas de las propias SRO. Véase las secciones 6(b), 15A(b)(7), y 19(g)(1).

⁴⁵⁵ Rosenblatt, E. (2014) *FINRA Regulation of Broker-Dealer Due Diligence Regulation D Offerings*. Thomson Reuters. Descargado de <https://www.mcquierewoods.com/news-resources/publications/FINRA-Regulation-Broker-Dealer.pdf>.

6.3.5.1.6 Tratamiento de las Reclamaciones en el Mercado de Valores en la SEC

Cuando un inversor sufra algún tipo de perjuicio por causa de la conducta imprudente de los corredores de bolsa o de los asesores de inversión, estos inversores pueden presentar una reclamación ante la Oficina de Educación y Asistencia a los Inversores de la SEC (*Office of Investor Education and Advocacy* u OIEA por sus siglas en inglés)⁴⁵⁶. Esta oficina fue creada para atender reclamaciones y preguntas de los inversores. También cuenta con la labor de instruir a los inversores para que estos aprendan cómo invertir y proteger su dinero, evitando los fraudes y abusos en los valores bursátiles. Esto definitivamente es un avance puesto que esta oficina cumple con funciones de educación al inversor. La SEC cuenta con un personal especializado para la asistencia a los inversores en materia de reclamaciones. El año 2014, según estadísticas oficiales, la Oficina de Educación y Asistencia de la SEC cerró 21.466 casos sobre quejas, consultas y otros contactos⁴⁵⁷.

Al recibir una queja o reclamación, los especialistas de la OIEA contactarán con la empresa de inversión para indagar lo sucedido. A veces, a través de esta mediación se llega a una solución satisfactoria para ambas partes. Otras veces, es más difícil poder llegar a un acuerdo. En este caso, la OIEA informará a los inversores sobre sus derechos y sus opciones para que puedan encontrar una solución por su propia cuenta. En la actualidad, la OIEA dispone de un formulario en línea para que presenten sus reclamaciones.

Por otro lado, la FINRA⁴⁵⁸, el organismo que regula la mayoría de las empresas de valores y corredores de bolsa de Estados Unidos, también tiene un formulario de reclamación en su sitio web a disposición del inversor. Otra institución autorreguladora que recibe muchas reclamaciones es la Asociación de Administradores de Valores de América del Norte (*North American Securities Administrators Association* o NASAA por sus siglas en inglés), la cual gestiona el

⁴⁵⁶ Securities and Exchange Commission (2015). *The SEC's Office of Investor Education and Advocacy*. Descargado de <http://www.sec.gov/investor/pubs/aboutoiea.htm>.

⁴⁵⁷ Securities and Exchange Commission (2015). *Investor Complaints and Questions*. Descargado de <http://www.sec.gov/news/data.htm>.

⁴⁵⁸ FINRA es el mayor organismo regulador independiente para todas las empresas de valores que hacen negocios en Estados Unidos. Supervisa casi 4.700 empresas de corretaje, 167 mil sucursales y 637 mil representantes de títulos nominativos. Su función principal es proteger a los inversores de los mercados de capitales de los Estados Unidos.

control y actuación de las empresas que emiten valores en el mercado NASDAQ y en los mercados extra bursátiles⁴⁵⁹. Por último, a nivel estatal, otra posibilidad es acudir al organismo administrativo encargado de la regulación y control de mercados regionales y transacciones con valores del estado. Igualmente, en muchas páginas webs se pueden encontrar vínculos y direcciones sobre cómo presentar una reclamación ante un regulador estatal.

6.3.5.1.7 La Oficina de Educación y Asistencia a los Inversores de la SEC

La OIEA es la oficina encargada de investigar y ofrecer información útil a los inversores, resolver sus dudas respecto a la profesionalidad de los corredores de bolsa y los profesionales de inversión, en cuanto al registro de estas empresas con la SEC, el valor de los certificados de títulos y obligaciones, y respecto a qué hacer ante situaciones de bancarrotas y reorganizaciones de empresas. Esta oficina lleva además temas de defensa jurídica contra el fraude y contra las prácticas abusivas o delictivas en los mercados de valores⁴⁶⁰. El promedio de espera para que la OIEA responda a una queja o reclamación del inversor es de 30 días⁴⁶¹.

La primera recomendación es que el inversor intente comunicarse con la persona o la compañía objeto de la reclamación, de manera que primero intente solucionar el problema por sus propios medios, discutiendo con su contraparte la respectiva transacción reclamada. Si se trata de un caso en el que un corredor ha realizado transacciones no autorizadas u otros fraudes serios, el inversor deberá asegurarse de realizar su reclamación por escrito inmediatamente y enviársela a la empresa. Dicha reclamación escrita puede ser la única manera de probar que se ha presentado una reclamación contra la firma del inversor sobre transacciones no autorizadas en tiempo y forma correctas. Si el corredor de bolsa o el asesor no pueden resolver el problema, tendrá que tratar él mismo con el gerente de la sucursal de la empresa. Si el problema aun así no se resuelve, el inversor deberá dirigirse

⁴⁵⁹ Para más información sobre las NASAA visite la página web <http://www.nasaa.org/>.

⁴⁶⁰ Si trabajan para un emisor corporativo, agente o corredor de bolsa, asesor de inversiones o contable y tienen una pregunta en relación con la aplicación o interpretación de una ley o norma, esta también es la oficina y división de la SEC correspondiente.

⁴⁶¹ SEC (2015). *How the SEC Handles Your Complaint*. Descargado de <http://www.sec.gov/investor/pubs/howoiea.htm>

directamente al departamento de reclamaciones de la empresa y describir de manera clara su problema, así como la solución que desea lograr. Una vez seguidos estos pasos, la oficina de reclamaciones de la empresa deberá responderle por escrito en el lapso de 30 días. Si el inversor no está satisfecho, tendrá que ponerse en contacto con una de las agencias administrativas o instituciones reguladoras que supervisan el sector de los valores y a sus agentes para interponer una queja contra estos. Una vez que estas instituciones han recibido su reclamación, esta será analizada por los departamentos de seguridad y lucha contra el fraude competentes, que finalmente resolverán este tipo de caso⁴⁶².

6.3.5.2 El Arbitraje y la Mediación como Mecanismos de Resolución de Conflictos en el Mercado de Valores en Estados Unidos

La División de Cumplimiento de las Leyes Federales de Valores de la SEC (*Division of Enforcement*) es el encargado de llevar a cabo investigaciones de posibles violaciones de la normativa federal. De acuerdo al manual que rige el funcionamiento de la División de Cumplimiento de las Leyes Federales de Valores, la SEC realizará investigaciones de manera confidencial y no confirmará la existencia de un fraude hasta que se concluya toda la investigación ⁴⁶³. Después de analizar cada reclamación, la SEC enviará una copia de la misma a la firma o compañía reclamada donde le solicita que envíe un informe al inversor y a otros posibles afectados en respuesta a su reclamación. En algunas instancias, una reclamación puede ser resuelta satisfactoriamente a través de este simple trámite, aunque pueden surgir más problemas cuando la agencia o la empresa acusada de fraude niegan todo hecho ilícito y no aclara si existió responsabilidad alguna o si ocurrió siquiera el hecho ilícito. En tal caso la ley le permite al inversor tomar medidas legales⁴⁶⁴.

La sección 10(b) de Ley de Intercambio de Valores de 1934 y la sección 10b-5 del Reglamento de la SEC disponen que el inversor deberá interponer una demanda dentro de los dos años desde la fecha en la que descubrió el hecho ilícito, y de

⁴⁶² *Id.*

⁴⁶³ Véase el texto completo del Manual de Cumplimiento de la SEC en <http://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf>

⁴⁶⁴ *Id.* Véase también Straney, L. (2011). *Investor's Guide to Loss Recovery: Rights, Mediation, Arbitration, and Other Strategies*. Wiley Finance.

ninguna manera después de cinco años a partir de la fecha en que realmente ocurrió el mismo. Estos plazos constituyen prescripciones legislativas y debemos entender, sin embargo, que varían según el estado. En cualquier caso, el inversor deberá iniciar medidas legales en la mayor brevedad posible, pues en caso contrario, el inversor puede perder todo derecho a recuperar los fondos.

En este sentido, una demanda por fraude bursátil puede ser resuelta mediante los tribunales ordinarios, arbitraje o la mediación. Si la demanda no sobrepasa la cantidad de 50.000 dólares el inversor tendrá la oportunidad de renunciar a un proceso judicial y acudir al arbitraje para que árbitros profesionales adopten una decisión a petición del inversor⁴⁶⁵. Para esto, el inversor tendrá que presentar un escrito describiendo lo sucedido y aportar los documentos relevantes al fraude⁴⁶⁶. Si se acude al arbitraje, los árbitros aplicarán la ley federal o estatal en lo relativo a la prescripción, según si la reclamación implica una violación de la ley federal o estatal. Sin embargo, en términos generales, no se puede llevar a cabo una reclamación a través del arbitraje si tiene más de seis años de antigüedad⁴⁶⁷.

Un dato importante a la hora de decidir si optar por interponer una demanda judicial o acudir al arbitraje es considerar el coste y tiempo asociados con ambos procedimientos. El arbitraje se presenta como una alternativa de menor costo porque el inversor no tiene que trasladarse a una audiencia y comparecer en persona para prestar testimonio y responder preguntas, siendo un proceso de menor duración. Sin embargo, deben analizarse cuidadosamente las reglas que rigen el arbitraje⁴⁶⁸.

La mediación es otra opción que se debe considerar antes de interponer una demanda judicial o comenzar el proceso de arbitraje. Por lo general, es un buen recurso porque permite ahorrar tiempo y dinero ya que es más rápido que el arbitraje. Además, otra de las ventajas de este recurso es que si el inversor no puede llegar a un acuerdo a través de la mediación, aún existe la posibilidad de recurrir al arbitraje⁴⁶⁹.

⁴⁶⁵ Véase la aprobación de la SEC de la propuesta de la FINRA para usar ese monto tope en <http://www.sec.gov/rules/sro/finra/2012/34-66913.pdf>

⁴⁶⁶ Normalmente si se ha firmado un contrato con una empresa de corretaje, probablemente el inversor habrá aceptado utilizar el arbitraje para solucionar todas las diferencias con el corredor o agente. Si se utiliza el arbitraje, entonces los árbitros aplicarán la ley federal o estatal y las normas de prescripción, según si la reclamación implica una violación de la ley federal o estatal. En términos generales, no se puede llevar a cabo una reclamación de arbitraje si tiene más de seis años de antigüedad.

⁴⁶⁷ Securities and Exchange Commission (2015). *Arbitration*. Descargado de <http://www.sec.gov/answers/arbproc.htm>

⁴⁶⁸ Para más información sobre la manera de presentar una demanda en arbitraje <http://www.finra.org/ArbitrationMediation/index.html>.

⁴⁶⁹ *Id.*

6.3.6 Operadores en el Mercado de Valores

6.3.6.1 Intermediarios Financieros

6.3.6.1.1 Empresas de Servicios de Inversión

De acuerdo a la sección 80a-3 de la Ley de Empresas de Inversión (*Investment Company Act* o ICA por sus siglas en inglés)⁴⁷⁰ recogida en el Título 15 del Código del Comercio de los Estados Unidos, una empresa de inversión es una corporación, fideicomiso comercial, asociación o sociedad de responsabilidad limitada que emite certificados de valores y se dedica principalmente al negocio de inversión en valores. Una sociedad de inversión invierte el dinero que recibe de los inversores sobre una base colectiva, y cada miembro comparte las pérdidas y ganancias en proporción a su participación en la sociedad. El rendimiento de este tipo de empresas se basa en la realización de beneficios de los valores y otros activos que la misma posee.

La Ley de Empresas de Inversión diferencia las sociedades de inversión en tres tipos básicos⁴⁷¹:

- Los fondos mutuos de inversión de capital variable;
- Fondos de inversión cerrados; y,
- Fideicomisos de inversión (*Unit Investment Trust* o *UIT* por sus siglas en inglés).

Cada uno de estos tres tipos de fondos tiene ciertas características que las hacen más atractivas para un tipo de inversores que para otro. Así por ejemplo, es fundamental para muchos inversores que sus acciones puedan volver a venderse. En este sentido, los fondos mutuos y las UIT son instrumentos de inversión idóneos ya que cuando los inversores quieran vender sus acciones los pueden volver a vender al propio fondo o fideicomiso por el valor neto de los activos. Los fondos de inversión cerrados, por el contrario, no son reembolsables sino hasta que se cumplan ciertos requisitos. En el caso de que los inversores de fondos cerrados quieran vender sus

⁴⁷⁰ Véase el texto completo de la Ley Federal de Sociedades de Inversión en <https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>

⁴⁷¹ *Id.*

participaciones, las venden por lo general a otros inversores en el mercado secundario.

A la hora de determinar si se trata de una empresa de inversión de acuerdo a la ley estadounidense debemos mirar la definición establecida en el artículo 3 de la Ley ICA, ya que existen muchos matices al respecto. Por ejemplo, la propia ley establece que los fondos de inversión privados que no tengan más de 100 inversores, o los fondos de inversión privados cuyos inversores posean cada uno una cantidad sustancial de los activos de inversión no son considerados como empresas de inversión. Lo anterior viene determinado atendiendo a la naturaleza de los bienes que se negocian así como a la sofisticación del inversor. Las empresas de inversión además de estar definidas en el artículo 3 de la Ley ICA, están reguladas a través de los reglamentos de posterior desarrollo creados a la luz de dicha Ley. Por otra parte, respecto a su obligación de registro, la Ley ICA establece que si una empresa se dedica al negocio de posesión y negociación con valores y tiene al menos más del 40% de los activos de la empresa invertidos en títulos valores, sin contar con los bonos del estado, deberá registrarse con la SEC como una empresa de inversión. Esta obligación deberá cumplirse en el plazo de 90 días posteriores a su creación. Además, la ley federal establece que dichas empresas deben cumplir con los siguientes requisitos⁴⁷²:

- Contar con un capital de inversión de 100.000 dólares;
- Deben tener un mínimo de 100 inversores;
- Deben tener los objetivos de inversión bien definidos; y,
- No pueden tener más de una clase de valores.

Además, estas empresas están sujetas a la Ley de Valores de 1933⁴⁷³ y la Ley de Intercambio de Valores de 1934⁴⁷⁴. Concretamente, la Ley de Valores de 1933 establece que una vez que estas empresas están debidamente registradas, deberán a su vez registrar cualquier nuevo título valor con la SEC. Dicho registro consiste en un proceso de dos partes:

1. La primera parte consiste en la elaboración de un “prospecto informativo” (llamado en la ley como *prospectus*). Este tipo de documentación es la que se hace entrega a todos los clientes interesados en la adquisición de

⁴⁷² *Id.*

⁴⁷³ Véase supra nota 393.

⁴⁷⁴ Véase supra nota 394.

valores ofertados o negociados por dicha empresa de inversión. Debe contener información esencial como, por ejemplo, la fecha en que fue creado, editado o entregado a un cliente, la información exigida por la SEC relativa a la filosofía y el objetivo principal del fondo de inversión, información sobre la dirección y las gestión de dicha empresa así como su sponsor. Por último, debe contener la siguiente notificación de exención:

“Estos títulos valores no han sido aprobados o desaprobados por la Comisión de Valores e Intercambios (SEC), ni la Comisión ha revisado la exactitud ni adecuación de este prospecto. Ningún estado ha aprobado o desaprobado esta oferta. Cualquier declaración contraria constituye un delito.”⁴⁷⁵

Además, dicho prospecto describirá de forma abreviada los gastos asociados con la posesión de acciones en los respectivos fondos mutuos. De acuerdo a la Ley de 1940, la empresa de inversión deberá actualizar la información del prospecto cada 13 meses y enviar un informe sobre dicha actualización a los accionistas así como un informe semestral sobre las compras y ventas de acciones, el listado y el número total de valores que el fondo posee, los balances de cuentas, los ingresos y toda la información relativa a la compensación de los directores y el consejo de asesores. Estos informes están sujetos a auditorías anuales.

2. La segunda parte del registro consiste en la declaración de información adicional establecida en la Ley de Valores de 1933. Este documento no se debe hacer entrega a todos los clientes, sino que debe estar a disposición del público o hacerse entrega al inversor a través del sponsor.

6.3.6.1.2 Corredores de Bolsa

La Ley Federal de Intercambio de Valores de 1934 regula la manera de operar en los mercados de valores y de los intermediarios financieros⁴⁷⁶. Los corredores de bolsa, al igual que otros participantes en el mercado de valores, deben cumplir con todas las

⁴⁷⁵ Texto propuesto por 17 CFR 229.501(b)(7) - (Item 501) Forepart of Registration Statement and Outside Front Cover Page of Prospectus, cuyo texto se puede encontrar en <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/229.501>.

⁴⁷⁶ Securities and Exchange Commission (2015). *Investment Companies*. Descargado de <http://www.sec.gov/answers/mfinvco.htm>.

disposiciones de las leyes federales de valores y en especial con el principio general de lucha contra el fraude. Los corredores de bolsa también deben cumplir con muchos otros requisitos de conducta diseñados por la SEC y otras organizaciones autorreguladoras (*Self-Regulatory Organizations* o SRO por sus siglas en inglés), que analizaremos más adelante, para mantener altos estándares en la industria financiera. Algunas de estas disposiciones y requisitos serán discutidos a continuación.

6.3.6.1.2.1 Obligación de Registro

La mayoría de los corredores de bolsa e intermediarios financieros deben registrarse con la SEC y suscribirse a una SRO⁴⁷⁷. De acuerdo al apartado (a)(4)(A) de la sección 3 de la Ley de Intercambio de Valores de 1934, un corredor de bolsa es cualquier persona que efectúa operaciones con títulos valores por cuenta de otros⁴⁷⁸. Esta definición de corredor de bolsa se aplica fácilmente a una persona que ejecuta operaciones y transacciones por cuenta de los demás en un mercado de valores. Sin embargo, hay figuras que son menos claras y resulta más difícil determinar si son realmente intermediarios financieros y si, en consecuencia, deben registrarse con la SEC como un corredor de bolsa. Este es el caso de las personas y empresas que trabajan en la búsqueda y captura de inversores o clientes para referirlos a corredores de bolsa ya registrados con la SEC con los que pretenden dividir las comisiones, o el de las empresas de inversión que trabajan y contratan personas en calidad de asesores. En estos casos, la definición establecida por la ley puede resultar insuficiente y por ello la SEC analiza concretamente la naturaleza de las actividades que una persona o empresa está llevando a cabo para determinar su naturaleza y la obligación o no de registro⁴⁷⁹.

Debemos resaltar que los corredores de bolsa que sólo compran y venden valores en un estado no tienen por qué registrarse con la SEC ya que esta es una agencia federal. Lo mismo sucede con los corredores de bolsa que sólo lleven a cabo

⁴⁷⁷ El Departamento de Mercados y Negociación de la SEC está encargado del registro de estos actores.

⁴⁷⁸ Véase el texto del 15 U.S.C § 78c, disponible en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78c>.

⁴⁷⁹ A menudo, la SEC da respuesta a estas y otras preguntas a través de sus cartas dirigidas a operadores individuales que solicitan información de esta naturaleza y en las que a groso modo, la agencia interpreta situaciones particulares.

transacciones de títulos valores a través de entidades bancarias. Sin embargo, para el caso de los corredores extranjeros, la SEC aplica el principio de territorialidad. De acuerdo con este principio, el corredor de bolsa extranjero que reside físicamente en los Estados Unidos, y cuyas actividades de compra y venta de valores está destinada a inversores extranjeros, debe registrarse con la SEC. Los corredores extranjeros que se encuentren fuera de Estados Unidos pero que utilicen para la compra y venta de valores títulos o instrumentos de comercio entre los estados de los Estados Unidos tendrán igualmente que registrarse con la SEC⁴⁸⁰.

Para registrarse, los corredores de bolsa e intermediarios financieros tendrán, de acuerdo a la sección 8 de la Ley de Sociedades de Inversión, cumplimentar el formulario BD disponible en la Oficina Central de Depósito de Registros⁴⁸¹, y/o el formulario pertinente disponible en la página web en el caso de la FINRA⁴⁸². Una vez cumplimentados, la SEC recibirá la copia del formulario y será la encargada de aprobar dichos registros y emitir una autorización final a estas personas para que operen en los mercados de valores de los Estados Unidos. El corredor tendrá igualmente que suscribirse y pertenecer a una SRO⁴⁸³ y tendrá también que solicitar ser miembro de la Corporación de Protección del Inversor de Valores (*Securities Investor Protection Corporation* o SIPC por sus siglas en inglés)⁴⁸⁴. Además, los corredores de bolsa deberán cumplir con los requisitos establecidos por las leyes estatales de valores para poder operar en el estado desde el cual realizarán sus operaciones. Los corredores tendrán que asegurarse de igual forma que las personas asociadas a ellos⁴⁸⁵ cumplan igualmente con los requisitos para poder operar con valores⁴⁸⁶.

⁴⁸⁰ Los corredores que operen en mercados nacionales de valores de los cuales sean miembros, y cumplan sus requisitos, solo tendrán que registrarse en estos mercados. Sin embargo, si además de operar en mercados nacionales de intercambio de valores realizan operaciones de valores en mercados extrabursátiles entonces deberán registrarse con la SEC.

⁴⁸¹ Se puede acceder a los formularios a través de <http://www.sec.gov/about/forms/secforms.htm>.

⁴⁸² Se puede acceder a los formularios a través de <http://www.sec.gov/about/forms/formbd.pdf>.

⁴⁸³ Estas instituciones ayudan a la SEC a regular las actividades de los corredores y operadores de bolsa. FINRA y los demás mercados de valores son instituciones autorreguladoras.

⁴⁸⁴ Los corredores y operadores de bolsa tendrán obligatoriamente que ser miembros de la SIPC, excepto si su negocio principal se lleva a cabo fuera de los Estados Unidos o consiste exclusivamente en la venta y distribuciones de valores de acciones de empresas de inversión o de pólizas de seguros. La SIPC asegura a los clientes de instituciones que han entrado en bancarota o son sujetos de un proceso de liquidación. Existe un límite de \$ 500,000 por cliente.

⁴⁸⁵ Las personas asociadas están definidas en la Ley de 1934, como personas que trabajan como socios o empleados de corredores y operadores de bolsa que realizan funciones similares a estos y están bajo su control.

⁴⁸⁶ Para aquellas personas que deban registrarse con la SEC, la sección 15(a)(1) advierte que es ilegal el uso de los correos u otros medios federales (instrumentalidades del comercio interestatal), mientras

6.3.6.1.2.2 Deberes Generales de los Corredores de Bolsa

Los corredores de bolsa, como cualquier otro operador y participante en el mercado de valores, deberán cumplir con las disposiciones generales contra el fraude, las cuales se encuentran establecidas en las leyes federales de valores. Las secciones 9(1), 10(b), 15(c)(1) y (2) de la Ley de Intercambio Valores de 1934 prohíben “*las omisiones de hechos materiales que puedan manipular o confundir a los clientes en la compra y venta de valores*”⁴⁸⁷.

6.3.6.1.2.3 Deber de Dar un Trato Justo

Los corredores de bolsa también deben de darle a cada uno de sus clientes un trato justo. Este derecho fundamental se deriva igualmente de las disposiciones contra el fraude, específicamente en las secciones 9(1), 10(b), 15(c)(1) y (2) de la Ley de Intercambio de Valores de 1934. La SEC entiende que un corredor de bolsa o intermediario financiero, al representar a cualquiera de sus clientes, debe tratarlo de una manera justa de conformidad con las normas de conducta establecida para la profesión⁴⁸⁸. A partir de este principio, la SEC ha establecido un conjunto de prácticas y obligaciones para los corredores y operadores de bolsa respecto al trato requerido para sus clientes. Por un trato justo, la SEC entiende que se trata de la protección de los derechos que tienen los clientes para que sus corredores ejecuten las órdenes rápidamente y divulguen la información material para el inversor⁴⁸⁹. Además, la SEC también ha puntualizado que los corredores de bolsa están obligados a proporcionar a sus clientes una lista de honorarios profesionales previamente a la formalización del contrato de servicios, así como la divulgación de cualquier conflicto de intereses que existiese. Por otro lado, las normas de las SRO reflejan la importancia de un trato

que no se efectivice el registro correspondiente.

⁴⁸⁷ Puede accederse al texto de la norma en <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>. Cabe decir, que mientras que las leyes federales son bastante generales, la SEC ha adoptado reglas y ha interpretado de la misma de manera que todo esto ha servido para determinar el significado de expresiones como “prácticas de manipulación que confunden y son ilegales por parte de los corredores y agentes”.

⁴⁸⁸ Securities and Exchange Commission (2015). *Guide to Broker-Dealer Registration*. Descargado de <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/bdguide.htm>

⁴⁸⁹ Securities and Exchange Commission (2015). *The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors Maintains Market Integrity, and Facilitates Market Formation*. Descargado de <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>.

justo⁴⁹⁰. Los miembros de la FINRA, por ejemplo, deben cumplir las Reglas de Comercio Justo de las Naciones Unidas, que exigen que los corredores de bolsa e intermediarios financieros cumplan con un alto nivel de honestidad comercial y sigan los principios de un comercio justo y equitativo en la conducción de negocios⁴⁹¹.

6.3.6.1.2.4 Idoneidad de la Inversión

El concepto de idoneidad nace de las normas de las SRO y, en concreto, de la normativa aprobada por la Asociación de Administradores de Valores Norte Americana (*North American Securities Administrators Association* o NASAA por sus siglas en inglés)⁴⁹². Por idoneidad de inversión, entendemos que los corredores de bolsa tienen como regla general la obligación de recomendar sólo aquellas inversiones específicas o estratégicas que sean adecuadas a sus clientes⁴⁹³. El concepto de idoneidad aparece también, y es clave en las normas específicas de la SEC, como una interpretación que esta agencia hace de las disposiciones antifraudes de la Ley Federal de Valores de 1934⁴⁹⁴. El principio de idoneidad viene a significar que dichos operadores deben crear y tener una base suficiente de información para hacer cualquier recomendación.

A este principio va ligado el principio de especificidad, por el cual, los corredores de bolsa también tienen la obligación de determinar la idoneidad de una compraventa o transacción específica para el cliente⁴⁹⁵, basándose en la situación financiera y en las necesidades de un cliente en la compraventa de los valores⁴⁹⁶. De acuerdo a las normas SRO las recomendaciones no serán adecuadas cuando no se adecuen a los objetivos de inversión o sean compatibles con los objetivos del

⁴⁹⁰ Por ejemplo, la Regla 2111 del Manual de Regulación de la FINRA establece que las transacciones con valores deben de realizarse adecuadamente en favor del consumidor.

⁴⁹¹ Véase los 10 principios de Comercio Justo en <http://wfto-la.org/comercio-justo/wfto/10-principios/>.

⁴⁹² Las reglas modelo se encuentran en <http://www.nasaa.org/1325/adopted-model-rules/>.

⁴⁹³ Securities and Exchange Commission (2011). *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers*. Descargado de <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>.

⁴⁹⁴ La adecuación e idoneidad de una recomendación depende de la seguridad o estrategia recomendada por los corredores de bolsa, lo que viene a significar que estos tienen la obligación de obtener y averiguar toda la información adecuada sobre la seguridad y las condiciones de los valores que están recomendando.

⁴⁹⁵ Securities and Exchange Commission (2015). *Guide to Broker-Dealer Registration*. Descargado de <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/bdguide.htm>.

⁴⁹⁶ Este requisito ha sido interpretado como el deber de los corredores de bolsa de realizar una investigación para obtener información relevante relativa a la situación financiera de las empresas de valores y la obligación de mantener dicha información actualizada para el cliente.

cliente⁴⁹⁷.

6.3.6.1.2.5 Deber de Mejor Ejecución

Otra obligación que tienen los corredores y operadores de bolsa es la obligación de mejor ejecución que se deriva igualmente de las disposiciones contra el fraude de la Ley de 1934⁴⁹⁸. La Ley requiere que un corredor de bolsa sea capaz de buscar las mejores condiciones posibles para llevar a cabo las órdenes de sus clientes. Este requisito aplica tanto si el corredor actúa como entidad de intermediación principal o como agente. Las normas de las instituciones SRO también incluyen el deber u obligación de una mejor ejecución. Por ejemplo, en el caso de la FINRA, se habla de que los operadores deben utilizar una diligencia razonable para determinar cuál es el mejor momento de compra para un determinado valor y efectuar operaciones de compra o venta cuando sea el momento más favorable para el cliente⁴⁹⁹. La idea es que el operador financiero lleve a cabo una actuación rápida, garantizándole al comprador que el precio que el cliente pague sea el más favorable conforme a las condiciones de mercado⁵⁰⁰.

6.3.6.1.2.6 Deber de Confirmación del Cliente

La sección 10(b) de la Ley Federal de Valores de 1934 y la norma 10b-5 de la SEC establecen que los corredores de bolsa deben proporcionar a sus clientes toda la información relevante y verídica que posean, incluyendo la fecha, hora, la identidad, el precio y el número de acciones que compraron o vendieron por cuenta del cliente⁵⁰¹. Además, deben proporcionar cualquier otro tipo de información que pueda ser relevante para el cliente como por ejemplo, si el corredor recibe cualquier

⁴⁹⁷ Nasaa.org (2015). *Dishonest or Unethical Business Practices of Broker-Dealers and Agents*. Descargado de <http://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/07/29-Dishonest Practices of BD or Agent.83.pdf>.

⁴⁹⁸ *Id.*

⁴⁹⁹ La Regla 5310 del Manual FINRA establece que las transacciones con los clientes deben realizarse con diligencia razonable, a fin de contar con el precio más favorable bajo las condiciones prevalecientes en el mercado. Descargado de http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=10455.

⁵⁰⁰ *Id.*

⁵⁰¹ Securities and Exchange Commission (2015). *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*. Descargado de <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>.

tipo de compensación por llevar a cabo dichas operaciones y su pertenencia o no a la SIPC. Por último, un corredor de bolsa también puede verse obligado, en virtud de las disposiciones de lucha contra el fraude, a revelar información adicional clave para el cliente.

6.3.6.1.3 Las Obligaciones del Asesor de Inversiones Registrado (RIA)

La figura del Asesor de Inversiones Registrado (*Registered Investment Advisor* o RIA por sus siglas en inglés) viene definido en la Ley de Asesores en Inversiones de 1940 (*Investment Advisers Act* o IAA por sus siglas en inglés) como “*toda persona o empresa que, a cambio de compensación, se dedica a asesorar, recomendar, emitir informes o proporcionar análisis sobre títulos valores, directamente o a través de publicaciones*”.⁵⁰² Por “compensación” se entiende cualquier tipo de beneficio económico, no siendo necesario ser caracterizado como una comisión por asesoría ni tampoco que proceda del cliente. Por otra parte, por “asesoramiento de valores”, entiende la SEC que se trata de cualquier asesoramiento o informe relativo a los títulos valores, inclusive sobre la tendencia de los mercados, publicación de estadísticas y datos históricos del rendimiento de los valores, o sobre el beneficio de la inversión en determinados valores⁵⁰³.

La definición de asesor de inversiones, establecida en la sección 202(a)(11) de la IAA también determina la obligación del registro de los mismos⁵⁰⁴. En términos generales, solamente los asesores que manejen más de 25 millones de dólares en activos y que asesoren a clientes que sean empresas de inversión están obligados a registrarse con la SEC. Mientras que los asesores que manejen activos por un monto menor, están obligados a registrarse con las autoridades de negociación de valores estatales. Para registrarse como asesor de valores, estos deberán cumplimentar la forma ADV y presentar sus modificaciones periódicas. Además, los asesores deberán demostrar que son elegibles para actuar como tales, demostrando su continua

⁵⁰² Véase el texto completo de la Ley de Asesores en Inversiones de 1940 en <https://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>.

⁵⁰³ Securities and Exchange Commission (2013). *Regulation of Investment Advisers*. Descargado de https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf.

⁵⁰⁴ Véase supra nota 502.

elegibilidad para llevar a cabo operaciones. De esta forma, deberán presentar el *Schedule 1* a la forma ADV dentro de los 90 días antes de la finalización del año fiscal. En este sentido, también deben registrarse las compañías tenedoras de acciones de banco de acuerdo a lo establecido en la Ley *Bank Holding Company Act* de 1956⁵⁰⁵.

Sin embargo, la sección 203(b) de la IAA exceptúa del registro a los asesores de inversiones cuyos clientes se encuentren todos dentro de un mismo estado, siempre que este no asesore o emita informes sobre valores listados en ninguno de los mercados de valores nacionales. La sección 203(b)(2) también excluye a aquellos asesores cuyos clientes sean empresas de seguros. Por último, la sección 203(b)(3) excluye los asesores que:

- (i) Los últimos doce meses hayan tenido menos de 15 clientes;
- (ii) No se presentan al público como un asesor de inversión; y/o,
- (iii) No trabajan como un asesor de inversión para una empresa de inversión registrada⁵⁰⁶.

Los corredores de bolsa y otros operadores tampoco tienen que registrarse con la SEC cuando los servicios de asesoramiento se produzcan de manera incidental. Sin embargo, los asesores de inversiones que no estén obligados al registro con la SEC, deberán aun así cumplir con todas las disposiciones antifraudes establecidas en la sección 206 de la IAA⁵⁰⁷.

6.3.6.1.3.1 Disposiciones Antifraude Aplicables a los RIA

Un asesor de inversiones tiene un deber fiduciario para con sus clientes, lo que significa que el asesor tiene la obligación de proporcionar asesoría de inversión adecuada, siempre en beneficio de los intereses de sus clientes. A este respecto, los RIA deberán respetar los deberes fiduciarios respecto a los clientes, debiéndoles completa lealtad, sin incurrir en ningún tipo de actividad que conlleve un conflicto de intereses para sus clientes sin el consentimiento de estos. La sección 206 de la IAA prohíbe a los RIA la omisión de hechos materiales engañosos así como la práctica de

⁵⁰⁵ Véase el texto completo del *Bank Holding Company Act* de 1956 en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/12/chapter-17>.

⁵⁰⁶ La regla 203(b)(3)-1 de la Ley de Asesores en Inversiones determina cómo realizar el cálculo del número de clientes para determinar si una persona o una empresa puede beneficiarse de dicha exclusión.

⁵⁰⁷ Véase supra nota 502.

cualquier otro acto fraudulento en relación con las operaciones de asesoramiento de inversión⁵⁰⁸. En el caso *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, el Tribunal Supremo de los Estados Unidos declaró que de acuerdo la sección 206 antes referida, los RIA deben cumplir con sus obligaciones de buena fe, divulgando todos los hechos materiales a sus clientes, de manera que no se les confunda. Esta obligación aplica a todas las empresas y personas dentro del concepto de “asesor de inversiones”, estén o no registradas con la SEC o pertenezcan o no a una autoridad estatal de valores⁵⁰⁹.

Por otra parte, además de la prohibición antifraude establecida en la sección 206, los asesores deberán cumplir con los requisitos de divulgación en la publicidad. Después de la crisis, la SEC aprobó nuevas reglas sobre el folleto informativo No. 204-3 de la IAA que exige que todos los asesores de inversiones registrados con la SEC entreguen a sus clientes la parte 2A del formulario ADV y la parte 2B, en las que se describen las prácticas operacionales de los asesores de inversión, los conflictos de intereses y cualquier información relevante de carácter personal que pudiera interesar al cliente⁵¹⁰. La sección 206(4)-4 también exige a los asesores de inversiones que informen prontamente a sus clientes sobre las condiciones específicas que pudieran existir por las cuales estos no pudieran cumplir con sus compromisos contractuales, así como cualquier evento o hecho legal o disciplinario que afectase la integridad del asesor o su capacidad para operar por cuenta del cliente. Toda la información relativa a la compensación de los asesores es igualmente de necesaria divulgación. Además, los RIA no están sometidos únicamente a las obligaciones de divulgación establecidas en la IAA, sino que también deben cumplir con los preceptos establecidos en la Ley de Intercambio de Valores de 1934.

Por otra parte, la sección 204 de la IAA y la Regla 204-2 de la SEC obligan a los asesores al mantenimiento de los libros y records contables de manera que la Comisión pueda acceder a ellos en caso de inspección. La Regla 204-2 de la SEC les obliga al mantenimiento de todo el material publicitario, así como cualquier documento de comunicación que el RIA hubiese hecho circular directa o indirectamente a más de 10 personas. En materia de publicidad, la Regla 206(4)-1 de

⁵⁰⁸ *Id.*

⁵⁰⁹ *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180 (1963). Descargado de <http://www.sec.gov/divisions/investment/capitalgains1963.pdf>.

⁵¹⁰ Securities and Exchange Commission (2015). *Amendments to Form ADV*. Descargado de <http://www.sec.gov/rules/final/2010/ia-3060.pdf>.

la IAA prohíbe a los asesores la utilización de cualquier tipo de publicidad engañosa o que contuviese información material falsa. Por otra parte, la Regla 206(4)-2 obliga a los RIA a que estos proporcionen información sobre la custodia de los fondos de los clientes y de los títulos valores. Por último, cabe destacar que la Regla 206(4)-3 de la IAA prohíbe a los asesores registrados con la SEC pagar dinero en efectivo de manera directa o indirecta a una tercera parte por referir clientes, a menos que haya un acuerdo que cumpla con una serie de condiciones. En caso de que existiese un acuerdo, dicho acuerdo debe constar por escrito y debe incluir información en donde se detalle como la persona que refirió un nuevo cliente al asesor será compensado⁵¹¹.

6.3.6.2 El Rol de los Analistas de Inversiones en la Crisis del Mercado de Valores

Desde principios del año 2000, las crisis financieras y los grandes escándalos contables demostraron la importancia y el rol que tienen los analistas como agentes de confianza. Los escándalos de Enron, WorldCom y Parmalat hicieron que tanto Estados Unidos como Europa se centrasen en la regulación inmediata de la actividad y la responsabilidad de dichos analistas. Esta regulación se perfeccionó aún más, si cabe, a raíz de la estafa piramidal de Madoff a finales del año 2008.

Los analistas de inversiones son profesionales especializados en la investigación y la publicación de información relativa a las sociedades cotizadas, de manera que inversores con y sin experiencia en el mercado de valores puedan analizar dicha información para tomar decisiones objetivas de inversión. El producto final de estos analistas son informes escritos que contienen predicciones sobre el rendimiento de los valores de una sociedad concreta⁵¹². Como regla general, los inversores no tienen una relación contractual con los analistas de valores sino que más bien deciden voluntariamente aceptar las recomendaciones y las indicaciones de estos profesionales, y con base a ellos toman decisiones de las que, sin embargo, a veces pueden resultar perjudicados.

En materia de la responsabilidad de los analistas de inversiones, los países como Estados Unidos, de tradición del *common law*, suelen enmarcar la

⁵¹¹ Véase supra nota 502.

⁵¹² Son, en general los boletines del mercado, que usualmente circulan.

responsabilidad de los analistas dentro de la responsabilidad por suministro de información falsa, errónea o inexacta⁵¹³. Por otra parte, los países del derecho civil, como por ejemplo España, cuentan con normativa de responsabilidad civil extracontractual basada no en la culpa, sino en un deber de cuidado específico, así como diversos códigos éticos y de conducta⁵¹⁴.

En Estados Unidos, la SEC ha definido a los analistas como “*cualquier persona natural responsable de la preparación del contenido de un informe que es distribuido por un agente de bolsa o persona asociada*”⁵¹⁵. En principio, los analistas presentan informes a sus clientes de manera confidencial. Pasado un tiempo, estos informes se hacen públicos. Además, a menudo, una misma empresa puede ser seguida y valorada por cinco o más analistas, logrando con ello una variedad en la predicción de resultados y la posibilidad de que se pueda medir el éxito o el fracaso de una empresa.

De otro lado, los analistas denominados *sale-side* trabajan para los departamentos de investigación de firmas de corredores de bolsa que prestan servicios financieros a clientes particulares. Estos analistas pueden llevar a cabo investigaciones o llevar a cabo servicios de consultoría o asesoría con dichos clientes para proteger la información de terceros. En estos casos, los contratos con inversores y clientes privados siempre incluirán una cláusula sobre la posibilidad del riesgo de pérdida de valor y la exención de responsabilidad de los analistas sobre los consejos y recomendaciones de inversión. Estas cláusulas, como veremos a continuación, son completamente válidas.

6.3.6.2.1 Conflictos de Intereses

Tras la crisis financiera global, uno de los temas más debatidos en el ámbito de la asesoría financiera fue la regulación de los conflictos de intereses de los analistas, a los que se les culpabilizó de afectar a los mercados de valores. Hablamos concretamente de la influencia de los analistas de valores de banca de inversión y de

⁵¹³ Combatt, A. (2010). *La Responsabilidad del Analista Financiero como Tercero de Confianza*. Biblioteca Virtual del Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM. Descargado de <http://www.juridicas.unam.mx/publica/librev/rev/vniver/cont/120/cnt/cnt9.pdf>.

⁵¹⁴ *Id.*

⁵¹⁵ Securities and Exchange Commission (2015). *Regulation Analyst Certification*. Descargado de <https://www.sec.gov/rules/final/33-8193.htm>.

la objetividad de los informes producidos por estos. Un ejemplo claro de los posibles conflictos de intereses y los efectos negativos de un mal trabajo por los analistas financieros aconteció en el caso Enron, donde a fecha de octubre de 2001, dos meses antes que la empresa entrara en bancarrota, 16 de los 17 analistas encargados de valorar y recomendar la compra de valores de esta sociedad mantenían una recomendación de compra⁵¹⁶. En aquel tiempo, la primera y única agencia en disminuir la calificación de *Enron* y recomendar la venta de los mismos fue *Prudential Securities*, que precisamente no estaba relacionada con actividades de banca de inversión. Es obvio hoy en día para muchos que las empresas de servicios financieros no son objetivas y no emiten informes neutrales de venta sobre las inversiones ofrecidas a sus clientes. Este es el principal problema relacionado con los conflictos de interés.

Otro aspecto fundamental que limita la independencia del analista de valores es la relación entre su salario y el mantenimiento y aumento de la cartera de clientes. Es visible el conflicto en este caso, dado que el analista financiero tendría incentivos para aumentar a toda costa la cartera de clientes, sin importarle, por ejemplo, si lo que vende es un instrumento idóneo para los propios clientes, con el fin de recibir bonos o un aumento de salario. En este sentido, uno de los aspectos más regulados en el ámbito de los analistas de inversiones son los conflictos de interés que estos pudieran tener con los corredores de bolsa y los bancos de inversión. Asimismo, los analistas de inversión pueden tener conflictos de interés con el inversor por las recomendaciones que hacen. En Estados Unidos, la SEC aprobó la Regulación de Certificación de Analistas (*Regulation of Analyst Certification* o RAC por sus siglas en inglés) y el acuerdo *Global Analyst Research Settlement*, aprobado el 28 de abril de 2003 entre la SEC, la NASD, el NYSE y las diez primeras firmas de valores de los Estados Unidos para abordar temas de conflictos de interés dentro de las empresas de inversión en relación con las recomendaciones hechas por los analistas financieros a dichas firmas. El objetivo de estos acuerdos es prevenir el abuso y la presión que puedan ejercer los ejecutivos de la banca de inversión sobre los analistas para emitir informes favorables. La decisión fue la de aislar y no permitir que los departamentos

⁵¹⁶ Millon, D. (2003). *Who "Caused" The Enron Debacle?* The Washington and Lee Law Review. Descargado de <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1230&context=wluir>

donde trabajen los analistas de inversiones pudiesen estar afectados por otros departamentos bancarios.

6.3.6.2.2 Regulación de los Analistas de Inversiones

Las actividades de los analistas de inversiones ejercen influencia en el desarrollo del mercado de valores, en la valoración de las empresas y en las decisiones de los inversores, exista o no un contrato con los mismos. Por ello, la actuación negligente del analista puede causar graves daños a un gran número de personas. En Estados Unidos, la regulación de los analistas de inversiones se inició con la Ley de Valores de 1933 y la Ley de Intercambio de Valores de 1934. Además, la famosa Ley *Sarbanes-Oxley* (la “Ley SOX”) también conocida como la Ley de Reforma de Contabilidad Pública de las Empresas y Protección del Inversor aprobada en 2002⁵¹⁷, se encargó de regular los conflictos de intereses de los analistas de inversiones. Concretamente, la sección 501 de la Ley de Intercambio de Valores de 1934 exigía a la SEC y a las SRO que adoptasen las reglas necesarias para abordar el conflicto de intereses que pudieran surgir en la elaboración de informes y recomendaciones de los analistas. Por otra parte, como mencionamos anteriormente, la SEC adoptó la RAC, que exige a los intermediarios financieros, los agentes comerciales y a todas las personas relacionadas con ello, incluir en sus informes las certificaciones del analista que ha revisado dicho informe, así como una declaración sobre la coincidencia exacta de su opinión personal con las opiniones expresadas en dicho informe.

Además de las leyes existen numerosos códigos de conducta que instan a estos profesionales a mantener ciertos comportamientos y llevar a cabo buenas prácticas que protejan al inversor. Concretamente, después de los escándalos financieros del 2001 en Estados Unidos, las principales empresa de Wall Street y la Asociación de la Industria de Valores (*Securities Industry Association* o SIA por sus siglas en inglés) adoptaron un código de buena conducta con normas para los analistas⁵¹⁸. Los aspectos más importantes que contiene dicho código sobre los

⁵¹⁷ Véase supra nota 400.

⁵¹⁸ El proyecto fue dejado de lado debido a la fusión de la SIA con la *Bond Market Association*, formando la *Securities Industry and Financial Markets Association*. Para mayor información sobre esta última asociación véase <http://www.sifma.org/>

analistas son la independencia de estos profesionales frente a los intereses de la banca de inversión y la desvinculación de los salarios respecto de las transacciones. Sin embargo, nada de esto resultó suficiente ya que pudimos comprobar que algunas firmas como *Goldman Sachs* o *Merrill Lynch* no actuaron de manera objetiva. Por ello, algunas SRO y bolsas de valores, como la NASD y el NYSE crearon normas más estrictas que exigían la publicación de las situaciones de conflicto de intereses en cumplimiento de la sección 501 de la Ley SOX.

6.4 El Mercado de Valores en España

6.4.1. Estructura de los Mercados de Valores en España

El mercado de valores español ha registrado profundos cambios y un fuerte desarrollo en los últimos 20 años⁵¹⁹. Este mercado es caracterizado por altos niveles de competencia y solvencia, y está integrado por flujos de capital internacional procedentes de numerosas inversiones extranjeras⁵²⁰. Los sistemas técnicos-operativos y de organización sobre los que funcionan han permitido el aumento en los volúmenes de inversión y una mayor transparencia y eficacia.

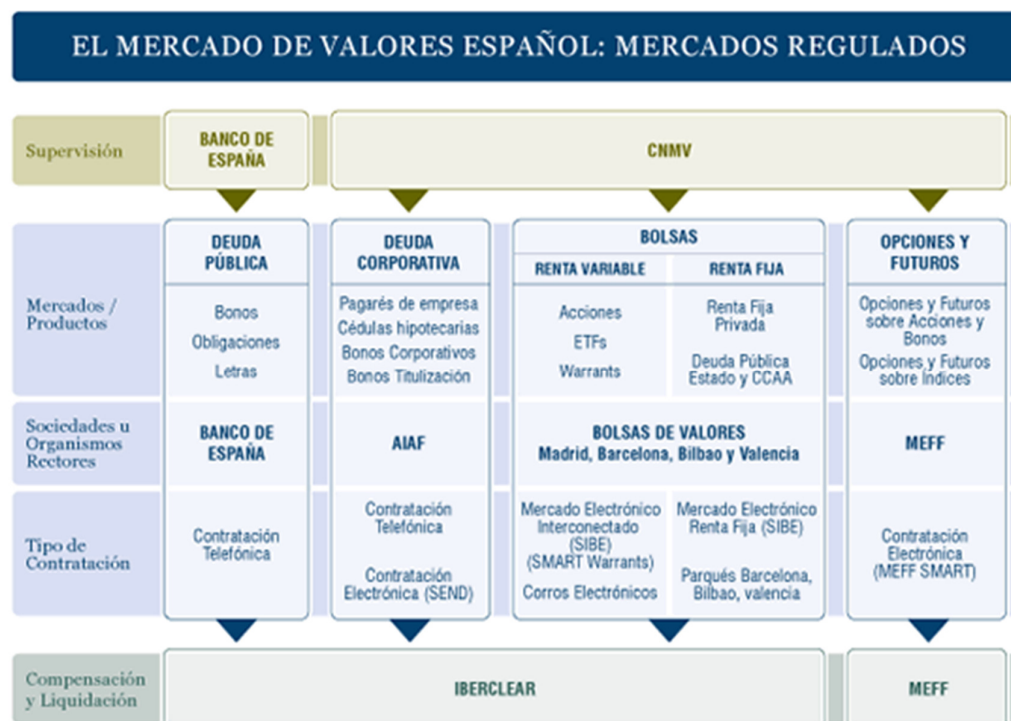
En España, los mercados regulados reciben la denominación de mercados secundarios oficiales, siendo los siguientes: las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el Mercado de Futuros y Opciones MEFF, y el Mercado de Renta Fija AIAF⁵²¹. El siguiente gráfico resume lo indicado en relación con la organización del mercado de valores español:

⁵¹⁹ Bolsas y Mercados Españoles (2015, 4 de septiembre). *Estructura y Organización del Mercado de Valores Español*. Descargado de https://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2010/IM_visualizarPagina.aspx?codigo=1_1

⁵²⁰ En 1990, el volumen anual de operaciones representaba menos del 10% del PIB, mientras que hoy alcanza el 150%. Respecto a la capitalización, se pasó de un 20% a un 73% actual.

⁵²¹ Bolsa de Madrid (2015). *Estructura del Mercado*. Descargado de <http://www.bolsamadrid.es/esp/Inversores/MercadoEsp.aspx>

Gráfico 21. Mercados Regulados en el Mercado de Valores Español



Fuente: Bolsa de Madrid

Además de los mercados regulados, en el mercado español operan Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) en el que se negocian tanto acciones emitidas en mercados regulados como valores de deuda pública anotadas. La regulación de este sistema se ha visto modificada recientemente por la Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal⁵²². En el mercado de valores existen, adicionalmente, otros mercados específicos, como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) o el Mercado para Valores Latinoamericanos (LATIBEX). El MAB tiene segmentos diferenciados para las sociedades de inversión de capital variable, para las empresas de capital de riesgo, fondos de cobertura de riesgo (*hedge funds*) y pequeñas y medianas empresas. Toda la contratación que tiene lugar en estos mercados se lleva a cabo a través de sistemas multilaterales de negociación electrónicos⁵²³.

⁵²² Véase el texto completo de la Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal en https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2015-5744.

⁵²³ Millán, F. (2011). *Los Sistemas y Plataformas de Negociación en España. Tipos de Operaciones y Órdenes*. Jornadas sobre la modernización de los mercados y los retos de su supervisión. Descargado de <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/01/1FcoMillan.pdf>.

Por su parte, la Bolsas y Mercados Españoles (BME) es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros en España. Gestiona los mercados secundarios oficiales e integra, entre otras, las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, el Mercado de Opciones y Futuros Financieros (MEFF), el Mercado de Renta Fija Privada (AIAF) y los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores de Renta Variable y Renta Fija. El mercado regulado de renta variable español opera sobre una plataforma electrónica de negociación denominada Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) donde cotizan los valores del IBEX35. El SIBE fue introducido en 1995, y fue totalmente desarrollado por la BME, y garantiza la conexión de las 4 bolsas españolas. El mercado se basa en un modelo dirigido por órdenes con un único libro electrónico y tiene un sistema de relación que se basa en la fórmula precio/tiempo.

Cabe mencionar que la negociación electrónica convierte a las bolsas en mercados con alto grado de competencia. Además, a través de sistemas electrónicos también se negocian Certificados y Fondos Cotizados (ETFs), mientras que la tradicional negociación en parqué a viva voz quedó reducida al ámbito de los valores de menor liquidez⁵²⁴.

6.4.2. Evolución de la Regulación del Mercado de Valores Español

La regulación del mercado de valores tuvo su mayor reforma en 1988 con la aprobación de la Ley del Mercado de Valores (LMV). Por aquel entonces, la reforma aspiraba a adaptar el mercado moderno a los movimientos de capital, o sea, quería afrontar los problemas de la regulación española y adaptarla a las nuevas prácticas. La entrada en vigor de la LMV supuso la puesta en marcha y modernización de los mercados españoles, por ejemplo, en materia de infraestructura de mercado o de intermediación. Asimismo, en 1990 se produjo la implementación de un sistema de interconexión, o mercado continuo, unificando así las operaciones de los 4 mercados españoles⁵²⁵.

En particular, la Ley del Mercado de Valores creó la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), la cual se constituye como una agencia pública con

⁵²⁴ El sistema a viva voz dejó de ser usada en la Bolsa de Madrid en julio de 2009.

⁵²⁵ Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia.

estatuto legal independiente que está encargada de la vigilancia y supervisión del mercado de valores. En el desarrollo de esta función, la CNMV debe asegurar la transparencia de los mercados, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores, procurando que la información necesaria se encuentre disponible para los operadores del mercado.

El nuevo entorno de negociación español se vio positivamente afectado por la aplicación de la Directiva Comunitaria del Mercado de Instrumentos Financieros (MiFID), por lo que los mercados regulados conviven con los del SMN. Dicha Directiva también estableció estrictos requisitos para llevar a cabo operaciones en los mercados regulados a sus operadores e intermediarios. Por otra parte, la trasposición de la Directiva comunitaria al ordenamiento español vino de la mano de la Ley 47/2007, por la que se modificó la Ley 24/1988 del Mercado de Valores. El artículo 31 de dicha Ley define los mercados regulados como sistemas multilaterales que permiten que diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros admitidos a negociación se encuentren, efectivizando las transacciones de compra y venta de valores⁵²⁶. La Ley 47/2007 fue desarrollada por el Real Decreto 217/2008, el cual estableció el régimen jurídico aplicable a las sociedades que prestan servicios de inversión⁵²⁷, así como en la Circular CNMV 10/2008, de 30 de diciembre de 2008, sobre empresas de asesoramiento financiero⁵²⁸.

Las Empresas de Servicios de Inversión (ESI), las cuales se encuentran reguladas en el título V de la LMV⁵²⁹, son empresas cuya actividad consiste en el asesoramiento para inversiones con carácter profesional a terceros sobre instrumentos financieros. Entre las ESI encontramos:

- Sociedades de Valores: empresas de servicios de inversión que pueden operar profesionalmente por cuenta ajena o por cuenta propia y realizar todos los servicios de inversión y servicios asociados;

⁵²⁶ Véase el texto completo de la Ley 47/2007 en <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2007-21913>

⁵²⁷ Véase el texto completo del Real Decreto 217/2008 en https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2008-2824

⁵²⁸ Véase el texto completo de la Circular CNMV 10/2008 en <http://www.boe.es/boe/dias/2009/01/14/pdfs/BOE-A-2009-655.pdf>

⁵²⁹ Las ESI también se encuentran reguladas a través del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 32/2013, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

- Agencias de Valores: empresas de servicios de inversión de carácter profesional que operan por cuenta ajena;
- Sociedades Gestoras de Cartera: empresas de servicios de inversión dedicadas a la gestión individualizada de carteras de acuerdo a los mandatos conferidos por sus clientes, pudiendo asesorar a los mismos;
- Empresas de Asesoramiento Financiero: personas físicas o jurídicas que prestan servicios de asesoramiento en materia de inversión sobre estructuras de capital, fusiones y adquisiciones, y que elaboran recomendaciones relativas a las operaciones con valores⁵³⁰; y,
- Sociedades de Crédito y Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva: empresas que prestan servicios de inversión conforme a la ley sobre la materia⁵³¹.

6.4.3 Normas de Conducta Establecidas en la Ley del Mercado de Valores

La LMV establece en su título VII un catálogo de normas de conducta a la que deben adherirse las entidades que presten servicios de inversión. Concretamente, el artículo 78 establece que quienes presten servicios de inversión deberán respetar:

- Las normas contenidas en el Capítulo I del Título VII de la LMV;
- Los códigos de conducta, que en desarrollo de las normas a que se refiere el punto anterior, apruebe el Gobierno o, con habilitación expresa de éste, el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV; y,
- Las contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta.

Las principales normas de conducta establecidas en la LMV se detallan a continuación:

- Obligaciones de clasificación de clientes: Esta clasificación se debe realizar de acuerdo a los conocimientos del cliente, su experiencia financiera, perfil

⁵³⁰ El asesoramiento de inversión en España es considerado como un servicio de inversión. Por lo tanto, la persona que ejerza esta actividad con carácter profesional tiene que constituirse como empresa de servicio de inversión.

⁵³¹ Nos referimos a la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, sobre Instituciones de Inversión Colectiva. Véase el texto completo de la misma en <http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-20331>.

y objetivos de inversión. De acuerdo a lo estipulado en artículo 78 bis de la LMV existen tres tipos de clientes⁵³². Estos son:

- Los minoristas, son aquellos que precisan de un mayor nivel de protección. Son clientes que no pueden ser clasificados como profesionales o contraparte elegible. Son personas físicas, autónomas o pequeñas empresas.
 - Los profesionales, son aquellos con experiencia y conocimiento. A veces con cualificación necesaria para llevar a cabo sus propias inversiones y asumir sus propios riesgos. Se tratan de entidades financieras, estados y administraciones regionales, bancos centrales, inversores institucionales y grandes empresas.
 - Contrapartes elegibles, son aquellas personas jurídicas y profesionales que forman parte de los siguientes grupos: empresas de inversión, entidades de crédito, entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectivas, fondos de pensiones, sociedades gestoras, etc.
- Obligaciones de información: Las sociedades que presten servicios de inversión deben mantener informados a sus clientes. La información proporcionada deberá ser clara, imparcial y no engañosa. En materia de publicidad, dicha información deberá ajustarse a los preceptos establecidos por la ley y deberá darse de forma comprensible incluyendo toda la información respecto de la entidad y las actividades que ejercen, así como información relativa a los instrumentos financieros y gastos y costas asociadas con la compra y venta de los mismos. Dicha información será fundamental para que los clientes puedan asumir los riesgos del servicio financiero y de la compra y venta de valores.

6.4.4 La Directiva MiFID en España y la Reforma del Asesoramiento Financiero

La Directiva relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) se

⁵³² Véase el texto del artículo 78 bis de la LMV en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Fiscal/I24-1988.t7.html

constituye como un mecanismo de armonización máxima para los servicios financieros de los 28 Estados Miembros de la Unión Europea, más Islandia, Noruega y Liechtenstein. El objetivo último de la Directiva fue la creación de un mercado único y un régimen regulador común para todos ellos en donde prime la competencia y la protección al consumidor en los servicios de inversión. En este sentido, una de las aportaciones de esta Directiva fue el sistema de clasificación de clientes, explicado posteriormente, así como la valoración de idoneidad para cada producto financiero. Por último, destaca el énfasis que puso la Directiva en la importancia de la transparencia de las transacciones y la información disponible.

En España dicha Directiva fue traspuesta a través de la Ley 47/2007, de 19 de noviembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores⁵³³, y cuya finalidad fue la incorporación al ordenamiento jurídico español de tres Directivas Europeas: La Directiva 2004/39/CE, la Directiva 2006/73/CE y la Directiva 2006/49/CE, aunque finalmente solo la primera de ellas fue transpuesta.

A fin de evitar la aplicación de la MiFID, los inversores institucionales comenzaron a realizar transacciones más complejas, generalmente usando productos derivados. Ello, sumado a la existencia de la crisis financiera global, hizo que la Unión Europea realizase un esfuerzo adicional por proveer de mayor seguridad y transparencia en dichas transacciones, comparable a la de los instrumentos financieros tradicionales. Fue así que, en junio de 2014, se aprobó la Directiva 2014/65/EU del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo, relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros y por la que se modifica la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/62/CE (conocida como MiFID II)⁵³⁴. Esta Directiva deroga la Directiva 2004/39/CE, con el fin, entre otros, de hacer más eficientes, fuertes y transparentes los mercados financieros, potenciando su transparencia y supervisión (incluyendo los mercados de derivados). Cabe mencionar que los Estados Miembros cuentan con algo menos de dos años para transponer esta nueva regulación que será aplicable a partir de enero de 2017.

⁵³³ Véase el texto completo de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2007-21913>.

⁵³⁴ Véase el texto completo de la MiFID II en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>

6.4.4.1 El Asesoramiento Financiero de Valores en España

El asesor financiero es el profesional encargado de la gestión de las operaciones de inversión de sus clientes. Su labor principal es la planificación financiera que servirá de base para la toma de decisiones en materia de inversión con efectos patrimoniales y fiscales para la cartera de su cliente. Una de las principales obligaciones del asesor financiero es la obligación de anteponer los intereses de sus clientes a los intereses de la entidad bancaria para la que trabaja⁵³⁵.

El estudio y la regulación de la figura de los asesores financieros han resultado de especial relevancia en el contexto de la última crisis financiera. Inclusive antes del estallido de la crisis global, debido a la caída de Enron en el 2002 en Estados Unidos, desde dentro y fuera del sector financiero se cuestionó gravemente la labor y la ética de los asesores financieros encargados del análisis de la investigación del mercado ya que en numerosos escándalos financieros éstos asesores no sólo no anticiparon el desplome de las acciones de empresas (por ejemplo en el caso de *Enron*) sino que muchos sucumbieron a los conflictos de intereses existentes. Esta situación llevó a los expertos a preguntarse sobre la verdadera independencia de los asesores financieros empleados por los bancos de inversión que recomiendan la contratación de valores y productos financieros asegurados por sus entidades bancarias.

La profesión del asesor financiero surgió en los Estados Unidos posteriormente a la Crisis de 1929, en plena época de recuperación económica, pero no sería hasta 1970 que en este mismo país naciese la Asociación Internacional de Asesores Financieros (*International Association for Financial Planning* o IAFP por sus siglas en inglés)⁵³⁶. Posteriormente, en 1972 se crearían numerosos organismos y colegios de Asesores Financieros entre los que destacan el Instituto de Asesores Certificados (*Institute of Certified Planners* o ICP por sus siglas en inglés), y el Consejo Internacional de Estándares y Prácticas de los Asesores Financieros (*International Board of Standards and Practices for Certified Financial Planners* o IBCFP por sus siglas en inglés). Ya en el año 2000 la IAFP y la ICFP se fusionaron formando la Asociación de Asesores Financieros (*Financial Planning Association* o FPA por sus

⁵³⁵ Este conflicto de intereses es muy común en personas que trabajan para una empresa en beneficio de clientes.

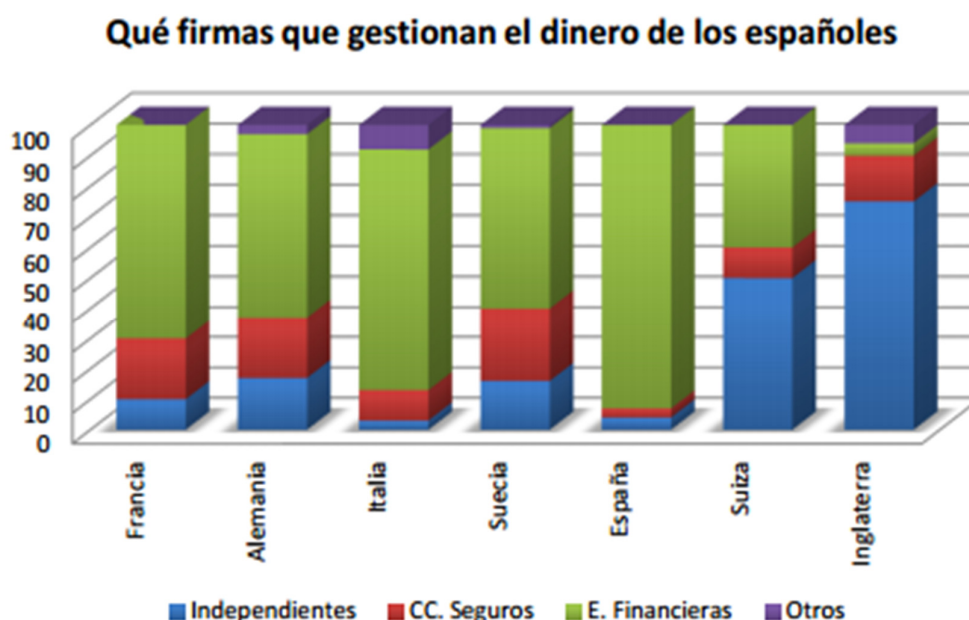
⁵³⁶ Brandon, D. (2009). *The History of Financial Planning: The Transformation of Financial Services*. Wiley.

siglas en inglés). Por su parte, en Europa se creó la Asociación de Asesores Financieros Europea (*European Financial Planning Association* o EFPA por sus siglas en inglés).⁵³⁷

En España, la función de los asesores financieros no es tan destacada en comparación con el caso estadounidense, por el simple hecho que España no es una sociedad tan activa en materia del uso de intermediarios financieros o de asesores a través de bancos de inversión. Además, en España, el asesoramiento financiero se encuentra más relacionado con el mercado de crédito⁵³⁸.

En el siguiente gráfico podemos observar, como antes explicábamos, la distribución de los niveles de asesoramiento en función del sector financiero que se proporciona en los diferentes países de Europa. El caso de España es muy llamativo porque, como puede apreciarse, la figura del asesoramiento financiero se da casi exclusivamente en el ámbito de las entidades financieras.

Gráfico 22. Firms que Gestionan el Dinero de los Españoles



Fuente: Barcelona School of Management

⁵³⁷ Véase la Directiva MiFID, análisis de Renta 4 https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid_resumen.pdf

⁵³⁸ Herrero, M. (2013). Las Empresas de Asesoramiento Financiero en España. CNVM Boletín Trimestral. Descargado de http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_CNMV_I-2013_Web.pdf

Por su parte, la CNMV está encargada de la regulación de los asesores financieros. En este sentido, la Comisión vela que dichos operadores respeten las normas de conducta establecidas. El asesor financiero estará concretamente obligado a respetar los principios de evaluación de la idoneidad de los instrumentos financieros destinados a sus clientes. Esta obligación requiere, como se mencionó anteriormente, que las recomendaciones emitidas por los asesores financieros se basen atendiendo a las circunstancias particulares del cliente, sobre todo de acuerdo a sus objetivos de inversión⁵³⁹. Resulta por ello fundamental que el asesor financiero ofrezca toda la información disponible a sus clientes de la manera más clara posible, informándolos sobre los costes y los gastos asociados con la compra y venta de productos financieros, y dejando constancia por escrito de cada recomendación de compra o venta de productos financieros.

Es importante mencionar que la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros 2004/39/EC (*Markets in Financial Instruments Directive* o MiFID por sus siglas en inglés) es una directiva destinada a reforzar el marco comunitario en cuanto a servicios de inversión y mercados regulados, con el objeto de garantizar la protección de los inversores. Gracias a las MiFID la actividad del asesoramiento pasó a estar reconocida como un servicio de inversión de primer nivel. Concretamente, esta directiva contempla que el asesoramiento de inversión lo realicen sólo las sociedades de inversión y las entidades de crédito; por su parte la definición de asesoramiento en materia de inversión podemos encontrarla en la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, concretamente su artículo 63.1. letra g:

“El asesoramiento en materia de inversión, entendiéndose por tal la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. No se considerará que constituya asesoramiento, a los efectos de lo previsto en este apartado, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el

⁵³⁹ El asesor deberá recomendar los productos que mejor se adapten al cliente en función de los conocimientos, experiencia, objetivos de inversión y situación financiera, evidenciando que los intereses del cliente son los que han de primar muy por encima de los que cualquier compañía pueda tener.

ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial”⁵⁴⁰.

Lo cierto es que la crisis financiera deterioró mucho la imagen de los asesores financieros que fueron acusados de numerosos conflictos de intereses y cuyo trabajo fue tachado de haber sido realizado de acuerdo a las primas y comisiones ofrecidas por las entidades para la colocación de productos o activos determinados. Esto es precisamente lo que la MiFID supuestamente pretendía evitar. Por todo ello, se debatió la importancia de la independencia del futuro asesor financiero como requisito fundamental para evitar los conflictos de intereses y las situaciones de fraude, de manera que los mercados de valores no sufran tantas turbulencias como las que acontecieron previamente a la crisis financiera. En este sentido, los consejos de los asesores financieros deberán ser siempre en base a los requerimientos del cliente, donde este deposite su confianza como elemento regulado por la CNMV.

6.4.4.1.1 ¿Quién Está Autorizado para Llevar a Cabo un Asesoramiento Financiero en España?

En la Ley 47/2007 de 19 de diciembre que traspone la MiFID a la legislación española se recogen las siguientes figuras que pueden realizar esta labor de asesoramiento financiero:

- Las Sociedades de Valores;
- Las Agencias de Valores;
- Las Sociedades Gestoras de Valores;
- Las Empresas de Asesoramiento Financiero; y,
- Las Entidades de Crédito.

Cabe destacar, como elemento reseñable, que se realizaron diferentes precisiones dentro del Real Decreto 217/2008⁵⁴¹, de 15 de febrero, sobre el Régimen

⁵⁴⁰ Véase el texto del artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Fiscal/l24-1988.t5.html.

⁵⁴¹ Véase el texto completo del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, en http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2008-2824.

jurídico de las Empresas de Servicios de Inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. Con este panorama, diferentes sectores dentro de cada rama del asesoramiento cobran vida, entre otras, las entidades independientes dentro de un grupo financiero, las unidades de banca privada, las agencias de valores, las empresas “multiboutiques” que ofrecen multitud de servicios financieros y de inversión y las Entidades de Asesoramiento Financiero Independiente (EAFI).

Estas últimas representan una figura relativamente novedosa en nuestro panorama económico. Los problemas generados por la crisis financiera y los conflictos de intereses en el ámbito del sector financiero, llevaron a los legisladores europeos a promover la utilización de las EAFI. Las EAFI son empresas de servicios de inversión (ESI) debidamente autorizadas, registradas y supervisadas por la CNMV que prestan servicios de Asesoramiento Financiero Independiente. A diferencia de las entidades bancarias, las cajas de ahorros, las agencias o sociedades de valores, las EAFI solo pueden realizar actividades de asesoramiento y no de depósito e intermediación de valores.

Una EAFI puede ser toda persona física o jurídica que pueda demostrar suficientes conocimientos y experiencia en el ámbito del asesoramiento de clientes financieros y que tenga acreditado el cumplimiento de los principios de ética y moralidad. Para ello, las EAFI pasan un riguroso proceso de calificación de la CNMV, lo cual deriva, si todo va bien, en la autorización y el registro de las mismas⁵⁴². Desde el punto de vista del inversor, podríamos decir que los clientes podrían beneficiarse ampliamente del uso de dichas empresas, principalmente porque se trata de empresas profesionales y especializadas en el campo del asesoramiento financiero, que no cuentan con la presión de una entidad superior que las dirija hacia un determinado objetivo de venta de activos, separadas del ámbito de los depósitos, y de la intermediación financiera, independientes y centradas en la adecuación de la

⁵⁴² La CNMV mantiene un listado de empresas de asesoramiento financiero en su página web, la cual puede ser consultada en <http://www.cnmv.es/portal/Consultas/ListadoEntidad.aspx?id=1&tipo=2>.

cartera de inversión al perfil de riesgo de cada cliente, que ayuda inclusive a la reducción de costos⁵⁴³.

Por último, las EAFI son consideradas como una figura homologada en toda Europa, regulada a través de la Directiva MiFID, que pretende resolver los problemas dentro del sector del asesoramiento financiero de inversiones. Un dato estadístico significativo es el hecho de que en mercados financieros maduros como el del Reino Unido la importancia de los *Independent Financial Advisors* es primordial ya que el 70% de todos los inversores están asesorados por un Asesor Independiente. Mientras, en España, el 93% gestionan sus inversiones a través de las Entidades Financieras y sólo un 4% se lleva a cabo por firmas de Asesoramiento Financiero Independiente. Esta realidad es debido a que el ahorro y la inversión en el caso español se gestionan a través de los bancos que ofrecen servicios múltiples, además del hecho que, como mencionamos anteriormente, existe una carencia de cultura financiera por parte de los inversores. Sin embargo, cabe pronosticar que el uso en el futuro del Asesoramiento Financiero Independiente registrado y supervisado en España irá en aumento.

6.4.4.1.2 Asesor Financiero vs. Agente Financiero

El Asesor Financiero y el Agente Financiero son dos figuras que pueden parecer ciertamente semejantes, pero lo cierto es que la MiFID se ha encargado de establecer una estricta separación entre estas dos figuras. La persona del asesor financiero es la que busca únicamente el interés del cliente, con una mucha mayor transparencia en los intereses, alejado de la dependencia de los agentes financieros que se encuentran atados a los intereses de su propia entidad. Es la propia MiFID, la que en su artículo 4.25⁵⁴⁴ define al agente financiero (denominado como agente vinculado)

⁵⁴³ Asociación de Empresas de Asesoramiento Financiero (2015). *Qué es una EAFI*. Descargado de <http://aseafi.com/eafi/que-es-una-eafi/>

⁵⁴⁴ Art. 4.25 de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo “*Persona física o jurídica que, bajo la responsabilidad plena e incondicional de una sola empresa de inversión por cuya cuenta actúa, promueve la inversión o servicios auxiliares ante clientes o posibles clientes, recibe y transmite las instrucciones u órdenes de clientes sobre instrumentos financieros o servicios de inversión, coloca instrumentos financieros o presta asesoramiento a clientes o posibles clientes con respecto a esos instrumentos financieros o servicios*”.

con las siguientes características:

- Persona física o jurídica;
- Responsabilidad plena e incondicional a una empresa; y,
- Actuación por cuenta de una empresa.

Es evidente que los agentes financieros tienen que actuar por y para una empresa o empresas dentro del mismo grupo, sin tener que entrar en posibles conflictos de intereses. En definitiva, el agente financiero tiene una relación laboral firme con una entidad que ofrece unos determinados instrumentos financieros, la cual ha de facilitarle los medios necesarios para que pueda llevar a cabo su actividad dentro de la honorabilidad exigida, y, siendo esto muy importante, con la imposibilidad de recibir ningún tipo de remuneración por parte de los clientes.

Por el contrario, el asesor financiero también puede recibir una remuneración o comisión por parte de las entidades siempre que jamás se cree un lazo de permanencia con ellas, y es por eso, que es obligatorio que el asesor revele lo que cobra, en un alarde de transparencia. Adicionalmente, el asesor puede colaborar con varias firmas a la vez, mientras que el agente solo se debe a una única entidad. A modo de conclusión podemos decir que la clave de la diferenciación entre el asesor financiero y el agente financiero está en que el primero muestra el camino de la inversión abierta, mientras que el segundo está atado a una sola dirección.

6.5 El Mercado de Valores en la Unión Europea

La capacidad regulatoria de la UE en el mercado de valores se desarrolló más tarde que la del sector bancario y de seguros debido a factores de política económica nacionales. De hecho, la UE estuvo a la zaga de los Estados Unidos en materia de regulación del mercado de valores hasta la actualidad. Los dos acontecimientos más importantes en la regulación del mercado de valores fueron la crisis financiera global y el informe *Larosière*. Estos dos acontecimientos combinados constituyen el marco institucional de la reforma de la regulación financiera del mercado de valores de la UE.

6.5.1 Marco Institucional de la Regulación del Mercado de Valores en la Unión Europea

A través de la reforma *Lamfalussy*, inicialmente prevista para la regulación de los mercados de valores, se creó el Comité de Valores Europeo. Establecido en el 2001, el Comité está compuesto por los altos representantes de la Hacienda Nacional o del Ministerio de Finanzas, inclusive por las autoridades supervisoras o por representantes de los bancos centrales nacionales. Se trata de un comité encargado de apoyar a la Comisión Europea para la adopción de medidas, así como para la ejecución de las mismas, y del asesoramiento de las políticas de los mercados de valores. El sistema de votos de este Comité es el de mayorías calificadas, y el peso de cada Estado Miembro es el mismo que el del Consejo de Ministros de la UE⁵⁴⁵.

El Comité de Reguladores de Valores Europeo (*Committee of European Securities Regulators*), cuyo predecesor fue el Foro de las Comisiones Europeas de Valores, fue establecido en el año 2001 en París. Tenía un Secretario General y un Presidente, que eran elegidos por sus miembros por un periodo de dos años. Todos los Estados Miembros estaban representados en este Comité, que estaba encargado de asesorar a la Comisión Europea en la redacción de medidas de ejecución votadas por el Comité Europeo de Valores. Además, estaba encargado del monitoreo de la implementación de la legislación europea en todos los Estados Miembros, facilitando la cooperación y el intercambio de ideas para una mejor práctica por parte de las autoridades supervisoras, promoviendo también la convergencia de estándares de supervisión. Sus decisiones eran tomadas por consenso. En caso de que no hubiese consenso, las decisiones eran adoptadas por mayoría calificada, y en el caso que los Estados Miembros no tuvieran la intención de aplicar las decisiones, debían explicar el porqué de su oposición, a través del proceso denominado *comply or explain*⁵⁴⁶.

En el 2011, después de la crisis financiera global y de la ejecución de las reformas *Larosière*, el Comité de Reguladores de Valores Europeo se transformó en la Autoridad Europea de los Mercados de Valores (*European Securities Market*

⁵⁴⁵ Eur-lex (2015). *Review of Lamfalussy Process*. Descargado de <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=URISERV:132056>.

⁵⁴⁶ Sholem, M. (2014, mayo). *A View From Brussels. The Lamfalussy Process at 13 – Troublesome Teenage Years Ahead? Slaughter and May*. Descargado de <http://www.slaughterandmay.com/media/2170902/a-view-from-brussels-the-lamfalussy-process-at-13-troublesome-teenage-years-ahead.pdf>.

Authority). Esta autoridad fue asignada con las siguientes tareas:

- (i) Contribuir con el establecimiento de estándares comunes reguladores y de supervisión;
- (ii) Contribuir a una aplicación consistente de leyes vinculantes de la unión;
- (iii) La mediación y el acuerdo de autoridades competentes, asegurando el funcionamiento coherente de los colegios de supervisores; y,
- (iv) Tomar medidas en situaciones de urgencia.

Esta institución puede emitir decisiones destinadas enteramente a las instituciones de los Estados Miembros, y supervisar ciertas entidades con un alcance paneuropeo. Por ejemplo, la Agencia está encargada del registro de supervisión de las agencias de calificación de crédito en toda la UE, y también tiene responsabilidades en el control de auditorías. Las decisiones son tomadas por el Consejo de Supervisores por mayoría simple de sus miembros, y cada miembro tiene un voto⁵⁴⁷.

Por otro lado, la Agencia sigue de cerca a la organización encargada de establecer los estándares internacionales en el mercado de valores, es decir, a la Organización Internacional de Comisión de Valores (*International Organization of Securities Commission* o IOSCO por sus siglas en inglés), la cual nunca alcanzó un estatus internacional ni obtuvo un reconocimiento por parte de los expertos, a diferencia de lo que ocurrió con en el sector bancario. Bajo el auspicio de los Estados Unidos, IOSCO se centró en el desarrollo de acuerdos de entendimiento (*memoranda of understanding*) bilaterales o multilaterales para facilitar el intercambio de información y el cumplimiento en todas las jurisdicciones, así como de modelos estándares para la negociación con valores. Después de la crisis financiera global, IOSCO revisó los códigos de conducta de las agencias de calificación de riesgo, emitió además principios generales relativos a la regulación de los fondos de cobertura de riesgo, y reguló las operaciones derivadas extrabursátiles⁵⁴⁸.

⁵⁴⁷ Se puede acceder a mayor información sobre la *European Securities and Market Authorities* en <https://www.esma.europa.eu/>.

⁵⁴⁸ International Organization of Securities Commission (2014). Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. Descargado de <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD437.pdf>.

6.5.2 Modelos Regulatorios en la Negociación de Valores

Los primeros intentos por armonizar las reglas sobre la negociación de valores de la UE fueron a través de las Directivas sobre el Listado de Valores a finales de la década de los 70's y a principios de la década de los 80's. En 1979, la Directiva sobre Admisiones reguló la admisión de deuda y valores de capital a la lista oficial de las bolsas de valores. Ya en 1980, la Directiva sobre las Condiciones de Listados estableció las condiciones para el listado de valores en bolsa. En 1989, la Directiva de Oferta Pública fijó las condiciones para hacer una oferta pública⁵⁴⁹.

Fue entonces cuando a mediados de la década de los 80's, la UE se centró en la regulación de los compromisos para las inversiones colectivas de valores transferibles. La primera directiva adoptada en 1985 creó una autorización obligatoria nacional para los fondos de inversión de valores transferibles. En la década de los 90's, hubo discusiones para revisar dicha directiva, pero no hubo acuerdo. Por su parte, la Directiva sobre Servicios de Inversión⁵⁵⁰ salió a la luz en 1993 y permitió a las empresas financieras hacer negocios en toda la UE con la aprobación de sus autoridades nacionales. Las actividades que podían ser ejercidas se encontraban enumeradas en los anexos de la Directiva. Ya en el 2001, se concedió a las empresas de gestión un "pasaporte único" para operar en toda la UE, ampliando igualmente el número de actividades permitidas. Otra área de importancia de la actividad regulatoria comunitaria fue la autorización de las empresas de inversión para operar en toda la UE utilizando ese mismo concepto de "pasaporte único".

Podemos decir, sin embargo, que la capacidad reguladora de la UE no consiguió desarrollarse por completo dado a los impulsos proteccionistas de los gobiernos nacionales y de las industrias financieras cuyos intereses eran demasiados fuertes e irreconciliables. En primer lugar, muchos países europeos tenían un sistema financiero basado en la regulación de las entidades bancarias únicamente, y hasta principios de los años 90's estos países no contaban con regulaciones del mercado de valores. En segundo lugar, la competencia prevaleció sobre la cooperación de los diferentes Estados Miembros, especialmente en el sector de los impuestos y de la

⁵⁴⁹ Eur-lex (2015). *Folleto que Debe Publicarse Cuando se Emiten Valores*. Descargado de <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=URISERV:l24033c>.

⁵⁵⁰ Véase el texto de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el campo de los valores negociables en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=URISERV:l24036c&from=ES>

función de los mercados de capitales. Y, en tercer lugar, porque la regulación de los mercados conllevaba implicaciones sobre gobierno corporativo, tema sobre el que tampoco estaban de acuerdo⁵⁵¹.

Por eso, se necesitó de la reforma *Lamfalussy*, para la aprobación de cuatro directivas de armonización en el ámbito del mercado de valores⁵⁵²:

- (i) La Directiva sobre Manipulación de Mercado y de Negociación de Personas con Información Privilegiada. Esta Directiva fue creada para incentivar la integridad de los mercados en el ámbito de los instrumentos financieros y para contribuir con las disposiciones de abuso de mercado en la UE.
- (ii) La Directiva sobre Requisitos de Transparencia respecto de la información de los emisores cuyos valores eran admitidos a negociación en un mercado regulado.
- (iii) La Directiva sobre los prospectos cuando los valores son ofrecidos al público o admitidos a negociación. Esta Directiva permitió que se recaudara capital en toda la UE de manera transparente, sobre la base de la información otorgada en los prospectos. Por otra parte, estableció estándares de divulgación de acuerdo a los estándares internacionales aprobados en 1998 por IOSCO, los cuales ya habían sido aprobados por la SEC igualmente.
- (iv) La Directiva sobre el Mercado de los Productos Financieros. Esta sustituía a la Directiva de Servicios de Inversión, y creó nuevas categorías de firmas a las que la Directiva aplicaba directamente, como por ejemplo, los bancos de inversiones, los agentes de intermediación en valores, las empresas de opciones y futuros, las empresas de *commodities* y los gerentes de portafolio. Gracias a esta Directiva, las firmas de inversión podrían procesar órdenes de los clientes fuera de los mercados regulados. De esta manera, las bolsas de valores se transformaron en empresas con beneficios.

Todos estos cambios culminaron en el Plan de Acción de los Servicios Financieros, que armonizaron las reglas en la UE⁵⁵³. Cabe mencionar que, el país

⁵⁵¹ No fue sino hasta mayo de 2015 cuando la Unión Europea adoptó la Agenda de Mejor Regulación. Véase European Commission (2015, 19 de mayo). *Better Regulation Agenda: Enhancing Transparency and Scrutiny for Better EU Law-making*. Descargado de http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-4988_en.htm.

⁵⁵² Véase supra nota 545.

⁵⁵³ Véase el texto del Plan de Acción en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=URISERV:l24210&from=ES>

más influyente en el diseño de las nuevas reglas de mercado fue el Reino Unido. Este país, como segundo centro financiero mundial, ya poseía antes de la crisis, una regulación de lo más avanzada. Es interesante mencionar que, con anterioridad a la Directiva *Lamfalussy*, la UE era un conjunto de Estados Miembros que copiaba los modelos de valores de los Estados Unidos porque no solo se veía a la regulación estadounidense como un modelo a seguir, sino porque además era más sencillo contar con normas domésticas similares a las estadounidenses dado que las empresas de inversión europeas usualmente accedían al mercado estadounidense, y cumplían con la mayoría de sus normas.

6.5.3 Regulación de las Agencias de Calificación de Riesgo

Antes de la aprobación de la Directiva sobre la Calificación de Riesgo, las agencias de calificación de riesgo no se encontraban reguladas a nivel de los Estados Miembros ni a nivel de la UE. Tras el escándalo de Parmalat en julio de 2004, la Comisión solicitó al Comité de Reguladores de Valores Europeo asesoramiento sobre esta propuesta. Este Comité concluyó que, en general, los Estados Miembros seguían las prácticas de los códigos de conducta de las agencias de IOSCO. A continuación, el Comité se comprometió a monitorear anualmente el cumplimiento del Código IOSCO. De nuevo en otra ocasión, los Estados Miembros estaban divididos sobre la necesidad de regulación de las agencias de calificación de crédito. Además, la Comisión presidida por José Manuel Durão Barroso nunca estuvo muy convencida para llevar a cabo dicha reforma⁵⁵⁴.

No sería hasta noviembre de 2008 en que la Comisión propusiese la redacción de la regulación de las agencias de calificación de crédito⁵⁵⁵, argumentando que si bien estas reglas serían un calco al Código IOSCO, en algunos casos era necesario crear un sistema de ejecución de las mismas normas. En un tiempo record todas las agencias calificadoras de riesgo debían aplicar para su registro a través de una aplicación con el Comité de Reguladores de Valores Europeo. Por último, estas agencias deberían de cumplir con las reglas de conflicto de intereses en el proceso

⁵⁵⁴ Véase supra nota 303.

⁵⁵⁵ Comisión de la Unión Europea (2008). *Propuesta para la Regulación del Parlamento Europeo y el Consejo relativo a Agencias de Calificación de Riesgo*. Descargado de http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/agencies/proposal_en.pdf

de calificación de crédito, asegurando la calidad de la metodología de calificación y de los resultados.

6.5.4 Directiva sobre Gerentes de Fondos de Inversión Alternativos

A estas alturas, no debe resultar sorprendente que antes de la crisis, los gerentes de los fondos de cobertura de riesgo no se encontrasen regulados a nivel comunitario, aun cuando, a nivel nacional algunos Estados Miembros sí contaban con la regulación específica sobre dichos fondos—pero no sobre los gerentes de los mismos. Por otra parte, en otros países europeos como Francia, España, Italia y Alemania, estos fondos estaban regulados como un vehículo *onshore* aunque a veces podían ser domiciliados en un país extranjero.

Sin embargo, no fue sino hasta junio de 2009 cuando la Comisión Europea presentó una propuesta para la redacción de la Directiva sobre Gerentes de Fondos de Inversión Alternativos, la cual fue aprobada mediante Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) no 1060/2009 y (UE) no 1095/2010⁵⁵⁶. Esta Directiva incluyó a los gerentes de fondos de cobertura de riesgo, de fondos de capitales privados y de fondos de bienes inmobiliarios, e introdujo la autorización vinculante y el régimen de supervisión de todos los gerentes de fondos de inversión alternativos en la UE. Estos gerentes estarían autorizados por la autoridad competente del Estado Miembro y tendrían el deber de reportar a los supervisores los hechos de importancia de los fondos. Estos gerentes fueron obligados, a su vez, a mantener y proporcionar un nivel mínimo de capital, informando de ello a sus inversores. Adicionalmente, esta Directiva establecía un pasaporte único, por la cual los Estados Miembros no podrían imponer requisitos adicionales a estos gerentes aun cuando se encontrasen domiciliados en otro Estado Miembro. Los temas más problemáticos de esta Directiva fueron los relativos a la imposición de límites en los fondos⁵⁵⁷.

⁵⁵⁶ Véase el texto completo de la Directiva 2011/61/UE en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=URISERV:mi0083&from=ES>

⁵⁵⁷ Athanassiou, P. (2009). *Hedge Fund Regulation in the European Union: Current Trends and Future Prospects* (International Banking & Finance Law Series). Kluwer Law International.

6.5.5 Efectos de la Nueva Regulación del Mercado de Valores en la Unión Europea

La capacidad reguladora de la UE en los mercados de valores fue relativamente inexistente hasta finales de la década de los 90 por razones y medidas principalmente proteccionistas de los principales Estados Miembros. Esta situación mejoró sustancialmente gracias a la Reforma *Lamfalussy* y a la adopción de las cuatro directivas, seguidas del Plan de Acción de Servicios Financieros (*Financial Service Action Plan* o FSAP por sus siglas en inglés). Sin embargo, las principales entidades o actividades de los mercados de valores no fueron reguladas sino hasta el estallido de la crisis, de nuevo, debido a desacuerdos entre los Estados Miembros y una posición poco activa de la Comisión presidida por José Manuel Durão Barroso⁵⁵⁸.

Por su parte, Estados Unidos contaba con una robusta capacidad regulatoria en los mercados de valores perteneciente al ámbito federal. Es más, previamente a la crisis financiera global, Estados Unidos contaba con modelos regulatorios en materia de negociación de valores. Sin embargo, las agencias de calificación de riesgo, los fondos de cobertura de riesgo (*hedge funds*) y las operaciones derivadas extrabursátiles (*over-the-counter derivatives*) se encontraban poco reguladas, en razón al lobby efectuado por parte de las respectivas industrias a los reguladores. Ello como hemos visto fue un error, por lo que se extendió el alcance de la regulación a todas estas actividades financieras luego de la crisis financiera global.

En Europa, sin embargo, dada la existencia de un marco regulador bastante diferente y una realidad social y económica distinta a la de Estados Unidos, la regulación se centró, más bien, en ampliar la protección al consumidor a través del establecimiento de requisitos legales para una mayor información y transparencia financiera⁵⁵⁹. Además, se establecieron mecanismos de estabilización financiera y se reformó el pacto de crecimiento y estabilización⁵⁶⁰. En relación con el mercado de derivados, la Unión Europea también llegó recientemente a un acuerdo para la

⁵⁵⁸ Comisión Europea (2015). *Libro Verde: Construir una Unión en el Mercado de Capitales*. Descargado de <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=COM:2015:63:FIN&from=EN>

⁵⁵⁹ European Commission (2012, 12 de septiembre). *Emerging Stronger from the Crisis: The European Vision*. Descargado de <https://www.youtube.com/watch?v=0B3zNcFYqj0>.

⁵⁶⁰ *Id.*

estabilización y control de los precios de los productos derivados, evitando así que sigan fluctuando y exista una mayor volatilidad⁵⁶¹.

Los más críticos entienden ahora que dado el nuevo carácter restrictivo de la regulación, los bancos y las empresas financieras sienten que existe mayor probabilidad de incurrir en responsabilidad al establecer sus políticas económicas. Por otra parte, dada la inminente intervención política y legislativa que resultó de la crisis, y debido también a los cambios en la estructura de los mercados financieros, estas mismas instituciones reconocen sentir mayor presión para aprobar políticas financieras sostenibles que incluyan una mejora de las relaciones cliente-entidad sin poner en riesgo su competitividad en los mercados⁵⁶². Sin embargo, debemos recordar que sí pueden existir políticas y medidas destinadas a la protección del consumidor que se traduzcan en una ventaja competitiva para dichas empresas, sobre todo a largo plazo, porque, como hemos visto previamente, un mercado que tome en consideración los intereses de los consumidores es más eficiente. Por último, cabe recalcar que las empresas que hayan perdido la confianza de sus consumidores precisan centrar sus esfuerzos, entre otros, en la recuperación de la buena percepción de sus nombres comerciales a través de la implementación de principios y estándares internacionales⁵⁶³.

⁵⁶¹ *Id.*

⁵⁶² En una reciente entrevista a Juan Bataller, el catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad Politécnica de Valencia, señala que las medidas de protección al consumidor, al menos en la industria de seguros, constituye una ventaja competitiva. Véase la entrevista en <http://www.rankia.com/blog/mejores-seguros/2713831-proteccion-consumidor-mercado-asegurador-entrevista-juan-bataller>.

⁵⁶³ De Barrón, I. (2014, 23 de mayo). La Banca Admite que su Principal Problema es Recuperar la Reputación. *El País*. Descargado de http://economia.elpais.com/economia/2014/05/23/actualidad/1400838158_767020.html.

7. Protección del Consumidor en el Sistema Financiero

7.1 Introducción

En el sector bancario se han llevado a cabo reformas significativas en materia de supervisión de las principales entidades financieras con vistas a un aumento final de la protección al consumidor. En el caso del mercado de crédito hipotecario de Estados Unidos, se procedió a una reforma integral del sistema financiero en su totalidad, especialmente en el ámbito de la supervisión bancaria, creándose inclusive nuevas agencias para el control y la protección del consumidor. Lo cierto es que el alcance de la crisis en ese país fue tal que hizo temblar el sistema financiero en su conjunto y como consecuencia, numerosas reformas se llevaron a cabo gracias a las políticas acordadas tanto a nivel internacional como a nivel nacional.

De la misma manera, el sistema bancario en España fue reformado con la ampliación de requisitos de información por parte de las entidades financieras, a fin de que el consumidor tome una decisión razonable e informada; asimismo, se impulsó una mejora del sistema para la resolución de quejas y reclamaciones bancarias.

A continuación, analizaremos las características y reformas más importantes que redundan en la protección del consumidor tanto en Estados Unidos como en España.

7.2 Características del Mercado de Productos Financieros

El mercado de productos financieros, especialmente el de banca personal, tiene varios componentes que hacen que dicho mercado no siempre funcione en beneficio de los consumidores⁵⁶⁴. Por ejemplo, muchos de los productos y/o servicios que se negocian en dicho mercado son bastante complejos; y los clientes los adquieren sin tener mucha información sobre los mismos. Son los prestamistas quienes poseen toda la información sobre dichos productos y/o servicios dado que son estos quienes los crean y venden, mientras que los clientes solo tienen acceso a la información

⁵⁶⁴ García Montoro, L. (2014) *Estudio de Protección al Consumidor de Servicios Financieros de la Dirección General de Política Interna, Departamento de Política Económica y Científica del Parlamento Europeo*. Centro de Estudios de Consumo. Descargado de <https://www.uclm.es/centro/cesco/pdf/noticias/2014/serviciosPE2.pdf>

brindada por los prestamistas.

Por otro lado, los clientes individuales tienen poco—o ningún—poder de negociación, especialmente en los mercados financieros de banca personal. Esto se debe a que los consumidores financieros individuales tienen como contraparte a grandes empresas del sector financiero que trabajan, en todo caso, con contratos previamente redactados que no pueden negociarse.

Asimismo, los productos y/o servicios financieros son de larga duración, por lo que durante todo ese tiempo se pueden generar muchos problemas en contra de los consumidores. Este factor temporal hace que sea difícil para el consumidor poder evaluar, desde el inicio, el verdadero costo de un producto financiero, así como su riesgo desde el inicio. Por otro lado, los mecanismos que tienen los consumidores para resolver los problemas que ocurren durante su relación contractual con las empresas del sector financiero, especialmente hasta la última reforma llevada a cabo, son escasos, costosos, largos y de resultados inciertos.

Por tanto, debido a los factores antes mencionados, un sistema adecuado de protección al consumidor financiero es necesario para asegurar que no exista detrimento en la defensa de los intereses de los consumidores en el mercado financiero.

En este sentido, ciertos estudios sobre el comportamiento de los consumidores financieros han identificado razones por la cual el consumidor medio toma decisiones erróneas en el mercado financiero ⁵⁶⁵. A continuación señalaremos las más importantes:

- Determinados productos financieros resultan ser muy complejos para la mayoría de los consumidores;
- A menudo, determinados productos financieros compensan y ofrecen beneficios presentes que pueden resultar perjudiciales en un futuro, sin que el consumidor sea consciente de ello;
- Las decisiones de compra de productos financieros conllevan una evaluación de riesgo, la cual el consumidor financiero no está formado para afrontar; y,
- Las decisiones de consumo pueden ser influenciadas por las emociones de

⁵⁶⁵ Roa García, M. J. (2010). *Racionalidad, Uso de Información y Decisiones Financieras*. CIDE. Descargado de <http://www.cide.edu/publicaciones/status/dts/DTE%20478.pdf>

los consumidores o sus experiencias, lo que pueden llevar a que estos asuman creencias incorrectas.

Cabe indicar que las principales características que hacen que los productos financieros sean identificados como beneficiosos para los consumidores son aquellos que aumentan el bienestar de los mismos a través de, entre otros:

- El uso de productos y/o servicios que se adecuen a las necesidades de los consumidores, en vez de contar con productos genéricos, como por ejemplo, las hipotecas;
- Flexibilidad para los consumidores en relación con los términos de los contratos, como los contratos de crédito que permiten el impago de una o más cuotas sin ningún tipo de penalidad sobre el crédito, o el uso de mecanismos de alta seguridad como internet o banca electrónica;
- La oferta a los consumidores de precios bajos como los productos que consolidan créditos existentes con un interés más bajo, o regímenes de depósitos y créditos subsidiados por el Estado;
- El ofrecimiento de alta calidad de los servicios, como en el caso de los seguros privados; y
- El ofrecimiento de productos y servicios simples.

7.3 Algunas Propuestas de Protección del Consumidor Financiero

Se puede indicar que durante el periodo comprendido entre el 2000 y 2007, los mercados financieros se innovaron y liberalizaron, ofreciendo a los consumidores una amplia gama de productos financieros (en muchos casos muy complejos)⁵⁶⁶. Sin embargo, muchos de estos consumidores no tenían los conocimientos ni la experiencia necesaria para tomar las mejores decisiones de consumo, por lo que fueron “presas” de ventas con escasa, poco clara, o insuficiente información sobre aquellos productos financieros⁵⁶⁷.

Estas ventas con escasa, poco clara, o insuficiente información sobre ciertos productos hipotecarios en Estados Unidos y en algunos Estados Miembros de la Unión Europea fueron otro factor que contribuyó a la crisis financiera. Es de reseñar,

⁵⁶⁶ Lee, K. y Moyén, N. (2015). *Optimal Liberalization of Financial Markets*. Descargado de <http://leeds-faculty.colorado.edu/moyen/research/optlib.pdf>

⁵⁶⁷ Véase supra nota 564.

que algunos de los productos financieros que fueron identificados como potencialmente dañinos para los consumidores fueron a su vez identificados como potencialmente positivos para los mismos, siempre que hubieran sido regulados y no vendidos con información escasa, poco clara, o insuficiente. Asimismo, mientras algunos de dichos productos fueron identificados como potencialmente dañinos para los consumidores, no representaban en sí mismos ningún riesgo significativo que causasen inestabilidad financiera⁵⁶⁸.

De la misma forma, diversos estudios demuestran que en los últimos 15 años la educación financiera fue relativamente pobre entre los consumidores financieros, incluso en países industrializados⁵⁶⁹. Estos estudios resaltan adicionalmente la importancia de limitaciones cognitivas de los consumidores en los mercados financieros. Se señala además que, si bien es cierto que la educación financiera a los consumidores siempre es beneficiosa, las políticas dirigidas a incrementar dicha educación financiera, por sí mismas, pueden no ser suficientes⁵⁷⁰.

Es importante resaltar que, aun cuando no existan malas ventas de productos y/o servicios financieros, la adquisición de los mismos puede continuar siendo difícil para los consumidores porque:

- (i) No están habituados a adquirir dichos productos y/o servicios, o no cuentan con la información suficiente para invertir en los mismos;
- (ii) Los productos y/o servicios financieros pueden ser muy complejos, por lo que sus riesgos pueden ser difíciles de evaluar, especialmente en aquellos productos y/o servicios de larga duración; y,
- (iii) Los consumidores tienen poco o ningún poder de negociación en los mercados financieros⁵⁷¹.

De esta manera, la protección al consumidor financiero debe ser reforzada. Esta conclusión es importante si se tiene en cuenta que los consumidores en la Unión Europea tienen acceso limitado a los servicios financieros en otros Estados Miembros, en donde, inclusive, existen mayores beneficios y protección a los

⁵⁶⁸ European Commission (2011, 20 de octubre). *New Rules for More Efficient, Resilient and Transparent Financial Markets in Europe*. Descargado de http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1219_en.htm

⁵⁶⁹ Lusardi, A. y Mitchell, O. (2011). *The Economic Importance of Financial Literacy; Theory and Evidence*. Journal of Economic Literature. Descargado de <http://www.umass.edu/preferen/You%20Must%20Read%20This/Financial%20Literacy%20JEP%202014.pdf>.

⁵⁷⁰ *Id.*

⁵⁷¹ García, R. (2005) *Tratado de Derecho de Protección del Consumidor*. Porrúa.

consumidores. La encuesta *Eurobarometer* ha indicado que el 94% de los encuestados⁵⁷² nunca habían adquirido un producto o servicio financiero en un Estado Miembro que no sea el suyo.

Así, dado el análisis de la situación de los consumidores financieros en la Unión Europea, esa misma encuesta incluye las siguientes recomendaciones⁵⁷³:

- Se debería reducir la asimetría informativa entre los consumidores y los proveedores del mercado financiero. Así, se debe aspirar a que los consumidores comprendan las transacciones en las que son parte, lo cual aumentaría la eficiencia de dichas transacciones, y en general, de las transacciones en el mercado;
- Se debería proveer a los consumidores información precisa, simple y comparable del producto o servicio financiero a adquirir, de manera previa y posterior a su contratación. La información debería ser presentada atendiendo a la experiencia del consumidor promedio, mostrando los mejores y peores escenarios;
- Se debería implementar sistemas en donde los proveedores incentiven a los consumidores a buscar asesoría financiera independiente por parte de un tercero en los casos de contratación de productos y/o servicios financieros complejos en donde sea probable la existencia de pérdidas en contra del consumidor. La lista de los productos o servicios que necesiten de dicha asesoría especializada puede ser establecida por el respectivo organismo regulador;
- Los gobiernos, el sector financiero y la sociedad civil deben realizar mejores esfuerzos y/o utilizar mayores recursos para educar a los consumidores acerca del mercado financiero;
- Se debería aprender de las mejores prácticas foráneas, especialmente en relación con la eficacia y efectividad de dichos programas;
- Se debería adoptar un sistema proactivo que asegure el mejor funcionamiento de los mercados financieros en vez de un sistema reactivo que responde a las quejas de los consumidores y a las malas prácticas de

⁵⁷² Residentes en los países miembros de la UE.

⁵⁷³ European Parliament (2014). *Consumer Protection Aspects of Financial Services*. Directorate-General for Internal Policies. Descargado de http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2014/507463/IPOL-IMCO_ET%282014%29507463_EN.pdf

los proveedores. Esto incluiría la prohibición en la comercialización de ciertos productos o servicios, así como en la regulación de ciertos productos o servicios que tengan altos costos de transacción;

- Se debería regular los cargos y comisiones excesivos que no reflejen los costos reales en la contratación, permanencia o terminación de un producto o servicio financiero;
- Se debería contar con fuertes sanciones a fin de desincentivar conductas que vayan en desmedro de los consumidores. Las instituciones financieras deberían ser responsables de una adecuada compensación o indemnización a los consumidores que hayan sido afectados por productos y/o servicios provistos de manera inadecuada o sin información escasa, poco clara o insuficiente;
- Los consumidores deberían contar con acceso a mecanismos de resolución de conflictos con las instituciones financieras que sean independientes, rápidos, eficientes y no tan costosos; y,
- Se debería desarrollar mejores procesos relativos al sobreendeudamiento.

7.4 Acuerdos Internacionales en Materia de Protección del Consumidor Financiero

A nivel mundial, la protección del consumidor financiero ha ido en ascenso durante los últimos cinco años. De acuerdo a los resultados de la Encuesta Global sobre Protección del Consumidor y Educación Financiera realizada por el Banco Mundial en el año 2013; los reguladores financieros invirtieron más en la protección del consumidor financiero, aprobando numerosas leyes financieras y creando la normativa necesaria para la supervisión de las entidades bancarias y de financiación⁵⁷⁴. A su vez, se llevaron a cabo actividades relacionadas con la protección del consumidor y se diseñaron estructuras destinadas a la protección del mismo. A nivel internacional, se discutieron estrategias y continuaron los debates

⁵⁷⁴ The World Bank (2013). *Global Survey on Consumer Protection and Financial Literacy: Results Brief*. Descargado de <http://responsiblefinance.worldbank.org/surveys/~media/GIAWB/FL/Documents/Publications/Global-Consumer-Protection-and-Financial-Literacy-results-brief.ashx>

sobre el diseño y la implementación de los principios rectores que deben guiar el actual sistema financiero⁵⁷⁵.

Para los efectos, cabe mencionar que en noviembre de 2011 se llevó a cabo la Cumbre del G20 en Cannes, Francia. En esta cumbre los líderes del G-20 declararon:

“Estamos de acuerdo en que la integración de las políticas de protección al consumidor financiero en los marcos de regulación y supervisión contribuye al fortalecimiento de la estabilidad financiera, por ello se ha decidido aprobar el informe FSB en la protección de los consumidores financieros y los principios de alto nivel sobre la protección del consumidor financiero elaborado por la OCDE con el FSB.

Llevaremos a cabo la plena aplicación de estos principios en nuestras jurisdicciones y pedimos a la FSB y la OCDE, junto con otros organismos pertinentes, que informen sobre los avances en su aplicación en las próximas Cumbres y en su caso, desarrollar nuevas directrices”⁵⁷⁶.

Por su parte, el informe de la FSB que apoyó el G20, pide más trabajo en tres áreas⁵⁷⁷:

- El desarrollo de una nueva organización internacional con un claro mandato y recursos suficientes para apoyar la protección del consumidor financiero en los sectores de la banca y de las instituciones de crédito⁵⁷⁸;
- El establecimiento de instituciones nacionales con recursos suficientes destinados a la protección financiera del consumidor; y,
- Acciones para ayudar a los reguladores a definir los productos financieros riesgosos e injustos frente a conflicto de intereses⁵⁷⁹.

⁵⁷⁵ *Id.*

⁵⁷⁶ Deganadores.com (2011, 8 de noviembre). *Declaración Final de la Cumbre del G-20 de Cannes, Francia 2011: Declaración de los Jefes de Gobierno del G20*. Descargado de http://www.deganadores.com/index.php?option=com_content&view=article&id=644:declaracion-final-de-la-cumbre-g-20-de-cannes-francia-2011&catid=131:cumbres&Itemid=73

⁵⁷⁷ Financial Stability Board (2011). *Overview of the Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability*. Descargado de http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_111104.pdf?page_moved=1.

⁵⁷⁸ Esta organización se construiría en base a la existente FinCoNet, red de las autoridades reguladoras nacionales.

⁵⁷⁹ Mediante la exigencia de la divulgación de los pagos de comisiones y la consideración de las ventajas de ofrecer productos básicos y de bajo riesgo financiero.

De esta manera, podemos deducir, en primer lugar, que los líderes financieros mundiales entendieron que las leyes, las regulaciones y las estructuras de supervisión relativas a la protección del consumidor financiero contribuyen a la estabilidad financiera. Esto, acompañado de una conducta responsable por parte de los operadores financieros, ayudan a proteger los intereses económicos globales, lo que tanto a corto como a largo plazo ayuda a su vez a mejorar las capacidades financieras de los consumidores. Lo cierto es que numerosas crisis financieras demostraron dificultades asociadas a la protección del consumidor en el sector bancario, inclusive antes de la crisis del 2008, así como la falta de una estructura organizativa para protegerlos. Como resultado, se han debatido a nivel internacional numerosas estrategias operativas y operacionales.

Posteriormente, se llevó a cabo en junio de 2012, la Cumbre del G20 en Los Cabos, México, dónde se aprobó el Plan de Acción del Grupo de Trabajo G20/OECD de Protección al Consumidor Financiero con el fin de desarrollar estudios y fomentar la aplicación de los principios acordados por dicho grupo de expertos⁵⁸⁰. Ocho meses más tarde, bajo la presidencia de Rusia en el G20, se celebró en Moscú una reunión entre los Ministros de Finanzas del G20 y los gobernadores de los principales bancos centrales donde se enfatizó la necesidad de la ejecución del plan de acción antes indicado a fin de promover la recuperación de la confianza del consumidor financiero⁵⁸¹.

Lo cierto es que las diferentes crisis financieras han demostrado numerosas dificultades dentro del sector bancario para llevar a cabo una efectiva protección del consumidor financiero. Sin ir más lejos, la más reciente crisis financiera reveló falta de una efectiva estructura organizativa para la defensa del consumidor financiero⁵⁸². En este sentido, cabe destacar que fueron muchos los gobiernos que tras la crisis financiera global del 2008 entendieron que la protección del consumidor financiero debía ser una prioridad. Por último, recientes estudios económicos han demostrado que la ausencia de adecuadas medidas financieras de protección al consumidor están

⁵⁸⁰ ADICAE (2013). *Resumen del Informe Sobre Enfoques Eficaces para Apoyar la Aplicación de los Principios Alto Nivel G-20 en Protección al Consumidor Financiero*. Descargado de <http://publicaciones.adicae.net/publicaciones/pdf/DocumentoADICAEG20Consumidoresfinancieros2013.pdf>

⁵⁸¹ *Id.*

⁵⁸² Organización de las Naciones Unidas (2003). *Directrices de las Naciones Unidas para la Protección al Consumidor*. Descargado de http://www.consumersinternational.org/media/33875/consumption_sp.pdf.

íntimamente relacionadas con el origen de las crisis financieras y sus efectos devastadores a nivel nacional e internacional⁵⁸³.

Otros ejemplos de la importancia que se le da a la protección al consumidor financiero tanto a nivel nacional como a nivel internacional se refleja en las publicaciones por parte del Banco Mundial del documento denominado “Buenas Prácticas para la Protección del Consumidor Financiero”⁵⁸⁴ o de los “Principios de Protección al Cliente: Una Ley Modelo y Comentario para la Protección del Consumidor Financiero” publicado por el Grupo de Trabajo CEO de Microfinanzas⁵⁸⁵.

7.5 El Deber de Informar en los Principios de Protección del Consumidor del G20

En materia de protección del consumidor financiero, los diferentes gobiernos acordaron los principios reguladores a través de los grupos de trabajo de la OCDE y el G20, llevando a cabo políticas de desarrollo de responsabilidad financiera de los profesionales del sector bancario, de valores y de seguros de todo el mundo⁵⁸⁶. A través de estas políticas, los gobiernos nacionales han puesto en práctica los principios acordados. Como resultado de ello, ahora se están desarrollando e implementando nuevos enfoques de regulación de conducta de los principales operadores del mercado basado en las experiencias de los reguladores nacionales y los efectos sobre los consumidores⁵⁸⁷. De acuerdo a los enfoques efectivos presentados por el Grupo de Trabajo del G20/OCDE podemos analizar y evaluar cuál ha sido la aplicación, entre otros, de los principios 4 y 9.

⁵⁸³ Por ello, la tendencia actual es, entre otras, la de establecer medidas de supervisión para volver a ganar la confianza del consumidor y recuperar la estabilidad financiera tan ansiada.

⁵⁸⁴ Banco Mundial (2012). *Buenas Prácticas para la Protección del Consumidor Financiero*. Descargado de http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/282884-1339624653091/8703882-1339624678024/8703850-1340026711043/8710076-1340026729001/FinConsumerProtection_GoodPractices_SPANISH_FINAL.pdf

⁵⁸⁵ Esta ley modelo creó un marco legal para la protección del consumidor financiero, y fue redactada en función a la experiencia de los líderes financieros.

⁵⁸⁶ OECD (2011). *G20 High-Level Principles on Financial Consumer Protection*. Descargado de <http://www.oecd.org/regreform/sectors/48892010.pdf>

⁵⁸⁷ Los enfoques efectivos son ejemplos ilustrativos y no vinculantes que sirven a reguladores y operadores interesados en crear estructuras más sólidas de protección al consumidor en el sector financiero.

7.5.1 Principio 4 – Derecho a la Información y Transparencia

De acuerdo a lo establecido en la cumbre del G20, el principio de publicidad y transparencia es de vital importancia en el ámbito financiero, ya que los consumidores necesitan recibir información clara y transparente para llevar a cabo decisiones financieras sin perjudicar su futuro⁵⁸⁸. Por otra parte, la existencia de reglas de divulgación es esencial para que se mantenga al consumidor informado sobre productos financieros específicos que le sean de su interés. Por ello, la divulgación efectiva y transparencia en el proceso de publicidad protege al consumidor inexperto que no posee la información necesaria y garantiza una conducta empresarial responsable.

En materia de conflicto de intereses, los operadores financieros y los agentes autorizados, al vender un producto financiero, deberán informar a los consumidores sobre los posibles conflictos de interés que existan. Asimismo, deberán mantener a los consumidores informados sobre la legalidad o no de estos conflictos antes de contratar algún producto o servicio. Los agentes autorizados se verán igualmente obligados a informar a los consumidores sobre su identidad, cualquier relación con los proveedores de servicios financieros y la responsabilidad del consumidor para con la entidad financiera y con el agente autorizado. Todo lo anterior es especialmente importante ya que la contratación de productos y/o servicios financieros puede acarrear consecuencias no siempre positivas para el consumidor, especialmente a largo plazo. Por ello, deben existir medidas específicas de divulgación que incluyan advertencias sobre los productos y servicios financieros más complejos como los riesgos que estos conllevan. Específicamente, deberán poner de relieve los costos y los riesgos específicos para el consumidor⁵⁸⁹.

En este sentido, para la venta y publicidad de los productos financieros más complejos, se deberá poner a disposición del consumidor:

- Un formulario estandarizado claro, conciso y fácilmente comprensible que contenga toda la información que permita al consumidor financiero comprender las características y riesgos del producto clave, y que contenga información que facilite la comparación con otros productos. Este

⁵⁸⁸ Véase supra nota 564.

⁵⁸⁹ *Id.*

- documento se deberá proporcionar de forma gratuita a los consumidores;
- Información sobre los riesgos o problemas experimentados con productos específicos. Idealmente el proveedor de servicios financieros o sus agentes autorizados llevarán a cabo pruebas con dichos productos e informarán a los reguladores y a los supervisores para que estos pueden emitir alertas de riesgo destinadas al público a través de sus sitios web o a través de otros medios apropiados;
 - Para los productos más complejos, los reguladores y/o supervisores podrán establecer un régimen de pre-aprobación de los documentos de información que deberán entregarse a los consumidores. Este escrutinio sería clave para garantizar el cumplimiento de la normativa vigente y para impedir la divulgación de información engañosa; y,
 - Los consumidores por su parte deberán ofrecer a los proveedores de servicios financieros toda la información relevante, precisa y disponible sobre sus circunstancias financieras para que estos puedan evaluar plenamente la situación y el riesgo, así como las expectativas financieras que el consumidor realmente desea tomar⁵⁹⁰.

7.5.2 Principio 9 – El Derecho a Interponer Reclamaciones y Denuncias

Este principio establece que se deberá asegurar a los consumidores el acceso rápido y sencillo a un sistema de quejas y reclamaciones, de bajo coste, independiente, justo y eficiente. A pesar de la existencia de un sinnúmero de mecanismos para la tramitación de quejas y reclamaciones y la resolución de conflictos, el documento de “Buenas Prácticas sobre Protección del Consumidor Financiero⁵⁹¹, publicado por el Banco Mundial, recomienda:

- La existencia en cada jurisdicción de un único punto de contacto para la recepción de quejas y reclamaciones;
- La existencia de un mecanismo asequible, profesional, independiente,

⁵⁹⁰ Esta responsabilidad se complementa con el requisito reglamentario de los proveedores de servicios financieros de informarse y reunir toda la información pertinente a la situación financiera de los consumidores.

⁵⁹¹ Véase supra nota 584.

eficiente y respetado, como un *Ombudsman* Financiero o una institución equivalente con capacidad para llevar a cabo el cumplimiento de la ley;

- La existencia de mecanismos internos, por parte de los proveedores de servicios financieros y agentes autorizados, para la tramitación de las reclamaciones y reparación de los daños causados a los clientes; y,
- La exigencia a los prestadores de servicios financieros y agentes autorizados, por parte de los reguladores y supervisores, a que cuenten con procedimientos claros para el manejo interno de reclamaciones y reparación de daños a los consumidores, que sean transparentes y de fácil acceso para estos, con poco o ningún costo directo.

Sobre este punto, las entidades bancarias y los proveedores de servicios financieros así como los agentes autorizados garantizarán que toda la información de reclamaciones sea clara y comprensible e incluya los detalles sobre métodos de resolución de conflictos extrajudiciales (resolución alternativa de conflictos)⁵⁹².

Cabe resaltar que un enfoque efectivo se basa en el registro de las quejas y reclamaciones, de manera que después de un período determinado de tiempo se proporcione toda la información necesaria sobre las mismas al regulador y al supervisor, de acuerdo a lo estipulado por ley. Los reguladores y supervisores por su parte, establecerán normas claras e informarán a sus clientes sobre el proceso para interponer quejas o reclamaciones a través de los propios servicios internos de supervisión, así como de la existencia de mecanismos de resolución de conflictos.

Por su parte, el personal encargado de recibir y tratar las quejas y reclamaciones deberá hacerlo objetivamente tratando cada reclamación de la forma más diligente y en un plazo de tiempo razonable. En lo posible, las entidades financieras deberán utilizar los sistemas de tecnología más avanzados así como los portales web, para facilitar la presentación de reclamaciones online de una manera eficiente.

Por último, en materia de conservación de los datos sobre las quejas y las

⁵⁹² La resolución de conflictos a través de Mecanismos de Resolución Alternativa de Conflictos (*Alternative Dispute Resolution* o ADR por sus siglas en inglés) debería existir en los casos en los que la entidad bancaria emita una decisión no satisfactoria para el consumidor. Por otra parte, los responsables políticos deberán considerar una serie de alternativas a los tribunales como, por ejemplo, la resolución a través de servicios de mediación, los planes de conciliación, centros de resolución de disputas financieras, o sistema dirigidos a una industria específica que refleje las estructuras legales jurisdiccionales específicas, así como las circunstancias de cada país. La obligación de los reguladores es la de garantizar la independencia de los mecanismos de ADR y asegurar evitar en lo posible los conflictos de interés.

reclamaciones interpuestas a través de los sistemas de resolución alternativa de disputas, en la medida que lo permita la ley, la respectiva información debería constar en un informe anual público, el cual incluya toda la información sobre los casos tratados y sus resultados. Esto ayudará a que los reguladores revisen el impacto de las reclamaciones y afecten el comportamiento de las entidades financieras, a fin de cambiar su comportamiento e incentivarlas a ejercer conductas empresariales responsables.

7.6 El Derecho de Información y Transparencia para la Protección del Consumidor en el Derecho de los Estados Unidos

En Estados Unidos, las principales leyes de protección del consumidor fueron diseñadas para la regulación del proceso de emisión de préstamos hipotecarios, la protección de los clientes y sus datos personales, así como para la regulación de las prácticas de las entidades financieras emisoras de préstamos. Por otra parte, las leyes estatales también regulan el proceso de emisión de las hipotecas y garantizan la protección del consumidor. A continuación mencionaremos las principales normas federales relativas a la protección al consumidor en Estados Unidos.

La primera norma a resaltar es la Ley sobre la Divulgación de los Préstamos (*Truth in Lending Act* o TILA por sus siglas en inglés), aprobada en 1969 y que ahora es parte del Acta Uniforme de Protección de Crédito al Consumidor⁵⁹³. Esta ley federal establece los requisitos sobre divulgación, concretamente en materia de costes de financiación, tipo de interés anual, número de pagos, precio final del contrato o de los productos financieros, etc. Por otra parte, esta ley regula los requisitos aplicables a las entidades de préstamos así como los derechos de rescisión de los consumidores; concretamente, esta ley permite que los consumidores ejerzan su derecho de retractación en los 3 días desde que se produjo el préstamo o se formalice el contrato. Esta ley se aplica a todo tipo de crédito, es decir, a préstamos hipotecarios, para automóviles, o de tarjetas de crédito. El objetivo final de TILA es la protección del consumidor en las operaciones con las entidades financieras y de los acreedores de manera que los consumidores conozcan sus derechos⁵⁹⁴.

⁵⁹³ Véase el texto completo del TILA en <https://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/6500-100.html>

⁵⁹⁴ Durkin, T. y Elliehausen, G. (2011). *Truth in Lending: Theory, History, and a Way Forward (Financial Management Association Survey and Synthesis)*. Oxford University Press. 1st Edition.

Cabe mencionar que TILA fue implementada a través del Reglamento Z. En este Reglamento es donde podemos encontrar el mayor número de detalles y requisitos relativos a la divulgación de información en la contratación de servicios financieros⁵⁹⁵. Por otra parte, esta Ley ha sufrido numerosas enmiendas a través de las leyes de Ley de Justos Cobros (*Fair Credit Billing Act* o FCBA por sus siglas en inglés), Ley de Reforma y Simplificación de la Divulgación de Préstamos (*Truth in Lending Simplification and Reform Act of 1980* o TILSRA por sus siglas en inglés) o de la Ley de Reporte de Crédito Justo (*Fair Credit Reporting Act* o FCRA por sus siglas en inglés).

A su vez, la Ley de Reinversión en la Comunidad (*Community Reinvestment Act* o CRA por sus siglas en inglés) fue emitida en 1977 con el propósito de incentivar a las instituciones financieras a ayudar a las comunidades en donde ellas se encuentran, a que sus pobladores—especialmente aquellos con ingresos medios y bajos—puedan satisfacer sus necesidades de financiamiento. Esta ley exige que estas instituciones financieras sean evaluadas periódicamente⁵⁹⁶.

También encontramos la Ley Sobre la Igualdad de Oportunidad de Crédito (*Equal Credit Opportunity Act* o ECOA por sus siglas en inglés), que fue adoptada en 1975 con el objetivo, similar al de la *Fair Housing Act*, de prohibir la discriminación en base a sexo, raza, estado civil, religión, origen, edad o recibo de asistencia pública, en las solicitudes de crédito en general⁵⁹⁷. ECOA regula el contenido de las solicitudes de crédito, la existencia de preguntas en las mismas, entre otros puntos. Asimismo, es importante mencionar la Ley Sobre Divulgación de Créditos Hipotecarios (*Home Mortgage Disclosure Act* o HMDA por sus siglas en inglés), la cual requiere a los prestamistas hipotecarios el informe periódico sobre los préstamos al público, tanto de los otorgados como de los denegados⁵⁹⁸.

Por otro lado, la FCRA fue adoptada en 1978 y tiene como objetivo la promoción de la exactitud y el aseguramiento de la privacidad sobre la información crediticia de los consumidores que existe en las agencias de crédito (comúnmente llamadas *credit bureaus*). En cuanto al cobro de los préstamos, podemos resaltar la

⁵⁹⁵ Federal Reserve Bank (2015). *Regulation Z. Truth In Lending Act*. Consumer Compliance Handbook. Descargado de <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/supmanual/cch/til.pdf>

⁵⁹⁶ Officer of the Comptroller of the Currency (2015). *Community Reinvestment Act (CRA)*. Descargado de <http://www.occ.gov/topics/compliance-bsa/cra/index-cra.html>

⁵⁹⁷ Véase el texto completo de la ECOA en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/1691>

⁵⁹⁸ Véase el texto completo de la HMDA en <https://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/6500-3030.html>

Ley sobre las Prácticas Justas de Cobranza de Deuda (*Fair Debt Collection Practices Act* o FDCPA por sus siglas en inglés) que fue emitida en 1977 y que prohíbe a las empresas de recobros (incluyendo a bancos que realizan su propia colección de acreencias) el uso de ciertos métodos abusivos en contra de los consumidores, fomentando así el cobro justo de las acreencias bancarias. Esta norma prohíbe el uso de prácticas injustas, engañosas y abusivas, incluyendo el sobrecargo y el acoso. Entre otros puntos, adicionalmente, la FDCPA prohíbe la divulgación de la información de la deuda de los consumidores a terceras personas⁵⁹⁹.

Ya en 1999, la ley *Gramm-Leach-Bliley* fue adoptada y se ocupa, entre otros, de la protección de los datos personales de los consumidores financieros, principalmente limitando la cantidad de información de los clientes que se puede compartir a las agencias de recaudación de deudas, protegiendo la información confidencial del consumidor financiero. Esta ley prohíbe igualmente el uso de cualquier pretexto para obtener la información financiera de cualquier consumidor.

En relación con los créditos hipotecarios, podemos resaltar tres normas adicionales. La primera es la Ley sobre la Igualdad en la Vivienda (*Fair Housing Act* o FHA por sus siglas en inglés) que regula la prohibición de discriminación de acceso a la vivienda por razón de raza, sexo, religión u origen nacional⁶⁰⁰. Le sigue la Ley sobre los Procedimientos de Acuerdos de Bienes Inmuebles (*Real Estate Settlement Procedures Act* o RESPA por sus siglas en inglés), adoptada en 1974 e implementada gracias al Reglamento X del Departamento de Vivienda de los Estados Unidos⁶⁰¹. Esta ley cubre la compra de préstamos, el refinanciamiento de los mismos, préstamos para la mejora del hogar y las líneas de crédito para las propiedades. En ese sentido, exige a los consumidores que presten toda la información necesaria a las entidades financieras. Asimismo, limita el aumento indiscriminado en los costes del cierre de los préstamos y establece el uso de los estimados de precios basado en la buena fe. Esta ley sufrió numerosas enmiendas desde su aprobación. Como tercera ley tenemos a la Ley Nacional de Vivienda a Precios Razonable de 1990 (*National Affordable Housing Act* o NAHA por sus siglas en inglés) que incluyó el requisito sobre la obligación de informar al consumidor en caso de que se transfiriese la venta o se

⁵⁹⁹ Véase el texto completo de la FDCPA en <https://www.ftc.gov/enforcement/rules/rulemaking-regulatory-reform-proceedings/fair-debt-collection-practices-act-text>

⁶⁰⁰ Véase el texto completo de la FHA en <http://www.fairhousingfirst.org/documents/fairhousingact.pdf>

⁶⁰¹ Véase el texto completo de la Regulación X en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/supmanual/cch/respa.pdf>

asignase el contrato hipotecario a otra entidad. Por último, se encuentra la Ley de Protección de los Nuevos Propietarios de Vivienda (*New Homeowner's Protection Act* o NHPA por sus siglas en inglés) que fue aprobada en 1998. Esta ley establece los derechos de los propietarios de viviendas y regula a los prestamistas hipotecarios en relación con la cancelación de los seguros de hipotecas privadas. Esta ley se aplica a las hipotecas constituidas a partir del 29 de julio de 1999⁶⁰². Cabe indicar finalmente, que a su vez, la mayoría de estados han creado leyes estatales muy similares al modelo de protección creada por esta ley.

Por último, originalmente la entidad encargada de hacer cumplir la ley y emitir reglamentos de posterior desarrollo de la ley, era el Consejo de la Reserva Federal. Sin embargo, a partir de Junio de 2011, la potestad normativa, de acuerdo a la Ley *Dodd-Frank*, pasó a ser parte de la recién creada Oficina de Protección del Consumidor Financiero (*Consumer Financial Protection Bureau* o CFPB por sus siglas en inglés), que analizaremos a continuación.

7.7 Novedades en la Supervisión Bancaria en los Estados Unidos tras la crisis financiera

A nivel federal, el cambio más significativo que se produjo en los últimos cinco años fue la creación de una agencia de protección financiera del consumidor independiente dentro del Sistema de la Reserva Federal denominada Oficina de Protección del Consumidor Financiero (*Consumer Financial Protection Bureau* o CFPB por sus siglas en inglés). Dotada con un presupuesto de más de 500 millones de dólares, esta oficina está encargada de llevar a cabo la protección del consumidor financiero que hasta entonces estaba siendo llevada a cabo por, entre otros organismos regulatorios federales, la Comisión Federal de Comercio (*Federal Trade Commission* o FTC por sus siglas en inglés), la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (*Federal Deposit Insurance Corporation* o FDIC por sus siglas en inglés), la Administración Nacional de Uniones de Crédito (*National Credit Union Administration* o NCUA por sus siglas en inglés), e inclusive el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano (*Department of Housing and Urban Development* o DHUD por sus siglas en inglés).

⁶⁰² Federal Reserve (2015). *Homeowner Protection Act*. Descargado de <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/caletters/2004/0405/CA04-5Attach1.pdf>

Cabe indicar que, esta oficina está autorizada para colaborar con la FTC o con cualquier otra agencia estatal o federal con la que pueda llevar tareas de supervisión⁶⁰³.

En 2012, el Presidente Obama designó por primera vez un Director para esta Oficina. El cargo de presidente de la CFPB es designado directamente por el presidente de los Estados Unidos y confirmado por el Parlamento por un periodo de 5 años. Dentro de la CFPB hay tres unidades, cada una con diferentes departamentos. La Unidad de Investigaciones, la Unidad de Asuntos de la Comunidad, y la Unidad de Unificación de Quejas y Seguimiento de las mismas. A la vez, existen cuatro oficinas diferentes: la Oficina de Préstamos e Igualdad de Oportunidades, la Oficina de Educación Financiera, la Oficina de Asuntos de los Miembros de Servicio, y la Oficina de Protección Financiera de las Personas Mayores. Dentro de la CFPB también se ha establecido un Consejo Asesor y un Fondo de Sanciones Civiles para el Consumidor. El Consejo Asesor está compuesto por seis miembros nominados por los Presidentes de la Reserva Federal, y se reúne una vez al año. Por su parte, el Fondo está destinado a asistir a las víctimas de actividades ilegales por parte de las entidades financieras. El presupuesto anual para el año fiscal de 2013 fue de 541 millones de dólares, mientras que para el 2014 fue de 97 millones de dólares⁶⁰⁴.

La CFPB está capacitada, entre otros aspectos, para llevar a cabo (i) la investigación y monitoreo de quejas interpuestas por parte del consumidor; (ii) la publicación de información relevante del funcionamiento de los mercados para la protección del consumidor; (iii) la supervisión de las entidades sometidas a las leyes federales financieras; y, (iv) la emisión de reglas, órdenes y una guía para la aplicación de la ley del consumidor financiero⁶⁰⁵. De manera concreta, la CFPB tiene poderes de supervisión sobre “entidades no depositarias cubiertas” y grandes bancos, uniones de crédito y asociaciones de ahorro. Una “entidad no depositaria cubierta” es aquella distinta a un banco, que lleva a cabo la intermediación o la emisión de préstamos asegurados por bienes muebles para uso de los consumidores, o que

⁶⁰³ CFPB (2012). *CFPB Supervision and Examination Manual*. Datamotion Publishing LLC.

⁶⁰⁴ CFPB (2015). *About us*. Descargado de <http://www.consumerfinance.gov/the-bureau/>

⁶⁰⁵ Carpenter, D. (2012). *The Consumer Financial Protection Bureau (CFPB): A Legal Analysis*. Congressional Research Service.

ofrece o proporciona préstamos de carácter educativos al consumidor, y que de acuerdo a la CFPB, suponga un riesgo para los consumidores.

Respecto a la supervisión de los grandes bancos, asociaciones de ahorro y uniones de crédito, la CFPB tiene competencia exclusiva para examinar cualquier institución asegurada cuando el total de los activos supere los 10.000 millones de dólares por parte de cualquier afiliada. El resto de instituciones que no posean 10.000 millones de dólares en activos también estarán sometidas a supervisión por parte de la CFPB, pero solo en lo necesario para el apoyo y/o aplicación de las leyes del consumidor financiero y para determinar los riesgos que estos pueden suponer para los consumidores y para el mercado financiero⁶⁰⁶.

Por otro lado, la CFPB está encargada de la regulación de la oferta y la distribución de productos financieros y de servicios de acuerdo a las leyes financieras federales. La Ley *Dodd-Frank* define explícitamente qué se entiende por “productos de consumo financiero” regulados por la CFPB. Además de estos, la CFPB también supervisa las diversas actividades bancarias, incluyendo a la emisión y concesión de créditos, a la extensión o la intermediación de arrendamientos financieros de bienes personales o bienes inmuebles, a los servicios relativos a la evaluación de los bienes inmuebles o bienes personales, así como a aquellas actividades de depósitos, venta, servicio o emisión de valor o instrumentos de pago. Por último, la labor más importante desempeñada por la CFPB consiste en dar consejo a los consumidores financieros sobre servicios, prestaciones e instrumentos financieros que la CFPB considere fundamentales.

7.7.1 Funcionamiento de la Oficina de Protección del Consumidor Financiero – CFPB

Cuando la CFPB detecta que se ha producido una violación de una ley federal de protección al consumidor, puede ejercer su potestad para dar cumplimiento a las leyes y sancionar a la institución infractora. Cabe mencionar que, la CFPB está obligada a llevar a cabo operaciones conjuntas con la FTC para el cumplimiento de

⁶⁰⁶ CFPB (2015). *Consumer Financial Protection Bureau Strategic Plan FY 2013-2017*. Descargado de <http://www.consumerfinance.gov/strategic-plan/>

las leyes. En estos casos, ambas agencias pueden llevar acciones separadas o conjuntas en contra de aquellos que infrinjan dicha legislación⁶⁰⁷.

La CFPB, de acuerdo con la ley de su creación, además tiene legitimidad para interponer demandas civiles. En estos casos, la FTC puede unirse como parte demandante. La interposición de una demanda por cualquiera de las causas estipuladas en la ley se da con el objetivo de prevenir que un operador de servicios financieros o una persona cubierta por la ley lleven a cabo prácticas injustas, abusivas o engañosas (definidas por las leyes federales) en cualquier transacción futura realizada con un consumidor. La CFPB tiene además la potestad de solicitar cualquier información y aplicar cualquier normativa que sea necesaria para llevar a cabo sus obligaciones. También, la CFPB puede obligar a que la institución financiera suministre al consumidor toda la información relativa a un producto financiero, a excepción de la información confidencial o la información que no esté disponible en el día a día del negocio.

Por último, el Secretario del Tesoro, a petición del Director de la CFPB, designará a un mediador de préstamos para asistir (de manera educativa) a los consumidores. Este mediador está encargado de colaborar con el Departamento de Educación a fin de supervisar la distribución de préstamos federales de carácter educativos, de responder a las quejas presentadas por los prestamistas, y de redactar recomendaciones al Director de la CFPB, al Secretario del Tesoro, al Secretario de Educación, a los Comités Bancarios, al Comité sobre Salud, Trabajo y Pensiones del Senado, al Comité sobre Asuntos Financieros y al Comité de Educación y Trabajo de la Cámara de Representantes.

7.7.2 Poderes de la CFPB y de los Estados en Materia de Protección del Consumidor Financiero

La CFPB cuenta con una serie de mecanismos para la aplicación de leyes de protección del consumidor financiero. En primer lugar, cuenta con la potestad de investigación, es decir, esta Oficina puede nombrar un funcionario para que lleve a cabo una investigación y determine si alguna institución financiera ha violado, de manera alguna, la ley financiera. Este mismo investigador tiene la capacidad de emitir

⁶⁰⁷ Véase supra nota 603.

una citación para que se lleve a cabo una audiencia administrativa, se presenten testigos, y se aporten todos los documentos relacionados con la investigación o la audiencia de un supuesto infractor⁶⁰⁸.

Tras una investigación inicial, la CFPB puede determinar si procede o no a interponer una demanda formal. En caso de proceder con la demanda, el investigador solicitará a los tribunales la admisión de los documentos y pruebas que tengan contra el infractor. La audiencia será un juicio formal para determinar la culpabilidad o la inocencia del infractor y la supuesta violación de la ley federal. Estas decisiones serán objeto de apelación a través del Tribunal Federal de Apelaciones del Circuito donde se encuentre situada la oficina principal de la institución financiera. En caso de que el tribunal determine que es culpable, la penalidad es una multa, con la posibilidad de la apertura de un proceso penal⁶⁰⁹.

No obstante lo anterior, cabe indicar que desde su creación en el año 2010, la CFPB ha logrado numerosos acuerdos con instituciones financieras acusadas de incurrir en prácticas de créditos y préstamos engañosos e injustos. En 2012, el banco *Discover*, por ejemplo, acordó el pago de 14 millones de dólares por una multa, además de 200 millones de dólares en restitución a 3,5 millones de consumidores por incurrir en prácticas de ventas engañosas que confundieron a los consumidores para que estos pagasen productos complementarios en sus tarjetas de crédito⁶¹⁰.

Por otro lado, a nivel estatal, los gobiernos trabajan conjuntamente como agencias de cumplimiento de las leyes estatales financieras, así como centros de asesoramiento y representación de los consumidores. En la mayoría de los cincuenta estados, los fiscales estatales están encargados del cumplimiento y la protección de las leyes financieras estatales. Como defensores del consumidor, estos fiscales estatales pueden interponer una demanda en nombre del consumidor y presentar acusaciones penales cuando lo permita la ley. Adicionalmente, pueden inclusive emitir reglas que gobiernen las prácticas de comercio. Es importante mencionar que la Asociación Nacional de Fiscales Generales (*National Association of Attorneys General*) facilita la cooperación entre los propios fiscales estatales para

⁶⁰⁸ Véase supra nota 605.

⁶⁰⁹ CFPB (2015). *Administrative Adjudication*. Descargado de <http://www.consumerfinance.gov/administrativeadjudication/>

⁶¹⁰ CFPB (2012, 24 de septiembre). *Federal Deposit Insurance Corporation and Consumer Financial Protection Bureau Order Discover to Pay \$200 Million Consumer Refund for Deceptive Marketing*. Descargado de <http://www.consumerfinance.gov/newsroom/discover-consent-order/>

mejorar la protección efectiva del consumidor, así como para el apoyo de la protección a través de los diferentes estados y los juicios⁶¹¹. En las ciudades más grandes también puede haber una división de protección del consumidor o una oficina encargada de las investigaciones civiles y penales que correspondan.

Cuando un fiscal, a nivel estatal, conoce de una posible violación de las leyes de protección al consumidor, las agencias tienen autoridad para presentar una “Demanda de Investigación Civil”. Las agencias pueden solicitar a los afectados que aporten los documentos necesarios y que estos den testimonios orales sobre las posibles infracciones. Los fiscales pueden emitir estas órdenes cuando sospechen de la violación de las normas de consumo sin necesitar cumplir con el estándar de “causa probable”⁶¹². En las investigaciones penales, sin embargo, el proceso se inicia a través de la figura del Gran Jurado y el estándar de prueba es “más allá de la duda razonable” (*beyond the reasonable doubt*). Las posibles violaciones deben resolverse ante un tribunal estatal compuestos por un juez y con un jurado, según la constitución y las leyes procesales estadounidenses⁶¹³.

Debemos concluir indicando que tras la crisis, fueron muchos los acuerdos hipotecarios que se llevaron a cabo conjuntamente tanto a nivel estatal como a nivel federal para resarcir a los consumidores financieros y clientes bancarios que habían sido víctimas de malas prácticas bancarias. A modo de ejemplo, el mayor acuerdo llegó de la mano del Acuerdo Nacional sobre Hipotecas (*National Mortgage Settlement*), donde las cinco entidades emisoras de hipotecas más poderosas del país acordaron pagar más de 50.000 millones de dólares a los consumidores y a las agencias estatales y federales por prácticas inapropiadas en procesos de ejecución de hipotecas⁶¹⁴. Además, estas empresas de servicios hipotecarios acordaron los estándares a nivel nacional, tanto de las antiguas como de las nuevas hipotecas, así

⁶¹¹ National District Attorneys Association (2015). White Collar Crime. Descargado de http://www.ndaa.org/whitecollar_home.html

⁶¹² El estándar de “causa probable” es un requisito de la Cuarta Enmienda de la Constitución de los Estados Unidos que generalmente se usa en casos penales. Bajo este estándar, por ejemplo, un policía que quiera arrestar una persona, debe tener una base razonable para creer que un crimen fue cometido (o está siendo cometido).

⁶¹³ Véase el *Memorandum of Understanding* (MoU) suscrito entre el Departamento de Justicia y la CFPB relativo a las labores de supervisión en <http://files.consumerfinance.gov/f/2012/01/CFPB-DOJ-MOU.pdf>

⁶¹⁴ National Conference State Legislators (2015). *National Mortgage Settlement Summary*. Descargado de <http://www.ncsl.org/research/financial-services-and-commerce/national-mortgage-settlement-summary.aspx>

como el nombramiento de una tercera parte encargada de la supervisión del cumplimiento de dicho acuerdo⁶¹⁵.

7.7.3 El Rol del *Ombudsman* en la CFPB

La Oficina del *Ombudsman* o Mediador Financiero de Estados Unidos fue establecida por la Ley de Reforma Financiera y Protección del Consumidor de 2010 (*Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*)⁶¹⁶. El Mediador es una figura de corte independiente, imparcial y creada para resolver temas relativos a la protección del consumidor financiero. Su labor es la de abogar por un proceso justo entre el consumidor, las empresas financieras y la CFPB. De esta manera, se pretende tener un eficiente sistema de resolución de conflictos entre empresas y consumidores, que beneficie tanto al consumidor como al mercado en general. Cabe indicar que, aunque se trata de un órgano completamente independiente, el *Ombudsman* depende de la Oficina del Subdirector de la CFPB. Asimismo, al ser un órgano imparcial, no puede tomar parte ni abogar por ninguna de las partes presentes en el proceso, incluyendo el consumidor. Adicionalmente, la información que el *Ombudsman* reciba debe ser confidencial. No le está permitido compartir información con ninguna otra oficina o con ninguna otra persona sin la autorización de las partes involucradas, a menos que haya algún tipo de riesgo de fraude o lo exija la ley⁶¹⁷.

Para lograr con éxito la mediación en conflictos financieros, la Oficina del *Ombudsman* ha establecido un proceso que consiste en el análisis sistemático de conflictos, la revisión de datos de consulta, solución de problemas, el diálogo entre las partes y otras diversas opciones para lograr una posible solución. Su objetivo es trabajar y ayudar a las partes interesadas tanto desde dentro como desde fuera, para que se puedan resolver los diferentes problemas de una manera más formal.

De acuerdo a la información disponible en la página web del *Ombudsman*, se recomienda a los consumidores que tengan algún problema a la hora de utilizar el

⁶¹⁵ Pricewaterhouse Coopers (2013). *CFPB Mortgage Servicing Standards. An analysis of the Consumer Financial Protection Bureau's Real Estate Settlement Procedures Act (Regulation X) and Truth in Lending Act (Regulation Z) Servicing Financial Rules*. Descargado de http://www.pwc.com/en_US/us/consumer-finance/publications/assets/pwc-cfpb-mortgage-servicing-standard-respa-tila.pdf

⁶¹⁶ CFPB (2015). *The CFPB Ombudsman*. Descargado de <http://www.consumerfinance.gov/ombudsman/>

⁶¹⁷ *Id.*

proceso de reclamaciones de la CFPB, o a las entidades bancarias y no bancarias que deseen revisar o discutir cualquier tema que haya surgido en materia de supervisión o cumplimiento de las leyes, que entren en contacto directo con el *Ombudsman*. En sus más recientes informes anuales, la Oficina del *Ombudsman* destacó la importancia de educar a la industria financiera sobre la figura de la mediación. En el año 2014 precisamente, la Oficina del *Ombudsman* revisó los procesos establecidos y sus políticas de inspección y emitió varias recomendaciones para estandarizar los procesos de inspección llevados a cabo por la CFPB. En este sentido, el *Ombudsman* ayudará a las entidades financieras a entender el proceso de exámenes e inspección de las mismas⁶¹⁸. Por último, es fundamental que los consumidores y las entidades se involucren en esta reforma, y para ello deben colaborar con el *Ombudsman*.

7.8 Evolución de la Regulación de Transparencia Bancaria en España

Es importante indicar en este punto que, el derecho a ser informado en la contratación bancaria, por un lado, y las obligaciones de transparencia, por otro lado, se tornaron fundamentales después de la crisis. Como explicamos previamente, el derecho a ser informado que tiene el consumidor en el sector bancario se remonta a los años 80's cuando, fruto de la liberalización del sector financiero, se aumentó la competencia entre las entidades, facilitando la comparación de información ofrecida a sus clientes⁶¹⁹. Este tipo de información es fundamental para que se logre superar la existencia de una clara asimetría informativa entre las entidades y el cliente en la contratación de productos financieros. Con este objetivo, el legislador español trató de reducir la asimetría informativa existente, y fruto de ello se aprobó la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito. Este fue el origen para desarrollar un régimen de transparencia en las operaciones bancarias que posteriormente vería la luz a través de la Orden de 12 de diciembre de 1989, sobre

⁶¹⁸ *Id.*

⁶¹⁹ Banco de España (2015). *Evolución y Panorama Legislativo en la Transparencia Bancaria*. Descargado de http://www.bde.es/clientebanca/es/areas/Derechos_de_los/Panorama_legisla/evolucion/Evolucion_y_pan_9df9ae5dfe91a41.html.

tipos de intereses y comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las entidades, así como la norma que la desarrolló, la Circular del Banco de España 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela⁶²⁰.

Estas normas venían a regular aspectos de la fase precontractual, como la información en la promoción comercial de los productos financieros ofertados por las entidades, hasta los anuncios de las propias oficinas bancarias. A partir de aquel momento, con el fin de incentivar una comparación entre las entidades, cada sucursal debía incluir reseñas a la normativa de transparencia, los tipos de referencia e información sobre tarifas de comisiones y valoración. En este contexto, también debemos mencionar la Orden de 5 de mayo de 1994, de transparencia de condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, que imponía la entrega de información previa a la futura contratación de productos financieros, de manera que el cliente conociese de antemano el contenido y las características de la oferta que iba a firmar y así poder compararlo con ofertas similares con el resto de competidores en el mercado. No obstante, el salto significativo no se produciría sino hasta el año 2009, cuando la transparencia bancaria pasó a regularse a través de leyes en lugar de normas de inferior rango⁶²¹.

Así, mencionamos la Ley 2/2009, de 31 de marzo, que regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito. Dicha ley extiende el régimen de transparencia a otros intermediarios financieros distintos de las entidades de crédito. Asimismo, es importante mencionar a la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo, que está dedicada a la protección del consumidor en el servicio bancario específicamente. En el rango reglamentario, contamos con la Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de la información aplicable a los servicios de pago, y la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios.

Sin embargo, la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de economía sostenible, sería la que más abogaría por un avance significativo en materia de transparencia bancaria.

⁶²⁰ *Id.*

⁶²¹ *Id.*

Esta ley contiene mandatos para el otorgamiento responsable de préstamos, además de requisitos para llevar a cabo una evaluación de solvencia de los clientes. Asimismo, la Ley 2/2011 incide de manera particular en la necesidad de incluir prácticas dirigidas a garantizar la concesión responsable de préstamos. Por otro lado, dicha Ley facultaba expresamente al Ministerio de Economía y Hacienda para la aprobación de normas necesarias que garantizaran la adecuada protección de los usuarios de servicios financieros en su relación con las entidades de crédito. Como resultado, se dictó la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios. Dicha orden tiene por objeto garantizar la protección de los clientes de entidades de crédito mediante la implementación de medidas de transparencia en la prestación de servicios financieros bancarios. Destaca el hecho que la norma se refiera al “cliente bancario” y no al consumidor.

La Orden tiene 3 objetivos primordiales⁶²²:

- (i) Unificación de la normativa básica de transparencia en un único texto, de manera que mejore su claridad y accesibilidad para el ciudadano, evitando así la dispersión normativa;
- (ii) Actualización del conjunto de normas relativas a la protección de clientes bancarios, aumentando y mejorando las obligaciones de transparencia y conducta de las entidades de crédito; y,
- (iii) Desarrollo de principios generales contenidos en la Ley de Economía Sostenible, en lo que se refiere al préstamo responsable, en beneficio de los clientes y la estabilidad del mercado, de manera que mejore los niveles prudenciales en la concesión de este tipo de operaciones, evitando situaciones de sobreendeudamiento.

Concretamente, la Orden cubre los temas relativos a la información de los tipos de interés y las comisiones, la información pre contractual y temas tan fundamentales como el asesoramiento, y el conjunto de servicios disponibles en el mercado. Mediante esta Orden, adicionalmente, se reconoce el rol fundamental de los medios electrónicos para la mejora de la relación entidad de crédito-cliente, equiparándolos al tradicional soporte papel⁶²³.

⁶²² Martínez Espín, P. (2015). *Nuevo Régimen de Transparencia y Protección de Clientes Bancarios*, Centro de Estudios de Consumo (CESCO). Descargado de <https://www.uclm.es/centro/cesco/pdf/trabajos/4/2012/Nuevo%20regimen%20de%20transparencia%20y%20protecci%C3%B3n%20del%20cliente%20de%20servicios%20bancarios.pdf>.

⁶²³ *Id.*

En materia hipotecaria, la Orden aborda la importancia de la transparencia en los préstamos hipotecarios para la adquisición de viviendas, a efectos de sustituir la regulación de 1994. El nuevo sistema de transparencia se basa en una serie de obligaciones de información unificada de carácter precontractual y contractual. Se añade, además, herramientas como la difusión de una guía informativa atada a este producto que mejore la educación financiera de los clientes. También se refuerza la transparencia en las cláusulas suelo o techo y en los *swaps* de tasas de interés. Cabe indicar que aun cuando los mencionados servicios ya estaban regulados, la Orden vino a reforzar las obligaciones de transparencia y difusión de la información relevante, a fin de que el cliente tome conocimiento de ellas y realice una opción de consumo razonable e informada. Finalmente, la norma viene a regular los tipos de intereses oficiales de acuerdo al artículo 48.2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito. En este punto se atiende a la necesidad de adaptar los tipos de referencia a los mercados europeos integrados, aumentando las alternativas y ajustándolos al costo real de obtención de fondos por las entidades. Cabe mencionar que el Banco de España fue habilitado para crear normas precisas en desarrollo y/o ejecución de dicha Orden.

A continuación, veamos las obligaciones de transparencia impuestas por la Orden, en cuatro importantes materias dentro del sistema financiero español:

- En cuanto a la publicidad, la Orden fija que toda la publicidad de los servicios bancarios debe ser clara, objetiva y no engañosa, de acuerdo a lo previsto en la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios, y en la Circular 6/2010, de 28 de septiembre, del Banco de España, a entidades de crédito y entidades de pago, sobre publicidad de servicios y productos de pago;
- En cuanto a la información precontractual, las entidades de crédito deberán facilitar de forma gratuita al cliente de servicios bancarios toda la información precontractual que sea legalmente exigible para que este tome una opción informada y pueda comparar ofertas similares. Esta información deberá ser clara, oportuna y suficiente, no engañosa, y habrá de entregarse con antelación suficiente previamente a la formalización del contrato;
- En cuanto a la información contractual, la principal diferencia con la Orden de 12 de diciembre de 1989, es que bajo la nueva Orden, las entidades de crédito deberán entregar al cliente un ejemplar del contrato en que se

formalice el servicio recibido, sin que el cliente tenga la necesidad de solicitarlo. Asimismo, deberán conservar dicho contrato y ponerlo a disposición del cliente siempre que este lo solicite; y,

- Finalmente, en cuanto a las comunicaciones con el cliente, esta orden fue mucho más explícita y regula el contenido de cualquier comunicación al cliente, incluyendo aquella por la que la entidad bancaria modifica unilateralmente las condiciones del contrato⁶²⁴. Toda comunicación referida a los servicios bancarios deberá:
 - (i) Reflejar de manera clara y fiel los términos en que se desarrollan los servicios;
 - (ii) No destacar ningún beneficio esencial del servicio en perjuicio del ocultamiento de los riesgos inherentes al mismo;
 - (iii) No omitir ninguna información relevante; y,
 - (iv) Mostrar la información de tal forma que un cliente razonable pueda entenderla adecuadamente.

Por otra parte, las entidades de crédito deberán enviar anualmente a sus clientes una comunicación en donde se recoja la información sobre comisiones y gastos devengados y tipos de interés devengados relativos a cada servicio bancario. Cabe mencionar que el Banco de España es el encargado de establecer un único documento para efectuar dichas comunicaciones.

Por su parte, el Capítulo II del Título III de la Orden está dedicado a la regulación de servicios bancarios de crédito y préstamos hipotecarios celebrados con los clientes para la contratación de hipotecas de viviendas en el territorio español. Sobre el particular, las entidades de crédito deberán entregar a los clientes la información personalizada sobre el servicio ofrecido, de acuerdo a lo estipulado por esta Orden. Los artículos 20, 21, 22, 23, 24 y 25 de la Orden regulan el otorgamiento de información precontractual, que incluye:

- (i) La guía de acceso hipotecario⁶²⁵;
- (ii) La ficha de información precontractual;
- (iii) La ficha de información personalizada;

⁶²⁴ Cuando una entidad de crédito tenga la facultad de modificar unilateralmente los términos del contrato de servicio bancario deberá comunicar al cliente dicha acción con una antelación no inferior a un mes, siempre que la duración inicial del contrato exceda de ese plazo. Mientras que, las modificaciones más favorables para el cliente, aplican de manera automática.

⁶²⁵ Documento elaborado por el Banco de España en el año 2013.

- (iv) La Oferta vinculante;
- (v) Información adicional acerca de instrumentos de cobertura de riesgo de tipo de interés; y,
- (vi) Toda la información relativa sobre cláusulas de suelo y techo.

7.9 La Ley 3/2014, de 27 de marzo

Dado el impacto positivo en el sistema de protección del consumidor español, es importante mencionar en este punto a la Ley 3/2014, de 27 de marzo, por la que se modifica la Ley General de la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, aprobada por el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre. Esta Ley contiene novedades que afectan a las instituciones financieras, entre otras, la incorporación de definiciones armonizadas para los conceptos de consumidor, usuario, empresario, contrato a distancia y contrato celebrado fuera del establecimiento mercantil⁶²⁶. Asimismo, esta Ley modifica la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contrato de crédito al consumo, añadiendo la acción de devolución de cantidades que se hubiesen cobrado y la indemnización por daños y perjuicios que hubiese causado la aplicación de esas cláusulas.

Esta Ley además determina la información que se debe facilitar a los consumidores y usuarios, ampliando los requisitos de información precontractual. Entre las nuevas obligaciones se encuentran la de informar a los consumidores de la existencia y condiciones de los depósitos y otras garantías financieras. Adicionalmente, se regulan los requisitos de los contratos a distancia y los celebrados fuera del establecimiento mercantil, lo que complementa lo dispuesto en la Ley 17/2009, de 23 de noviembre, sobre libre acceso a las actividades de servicio y de comercio electrónico⁶²⁷.

Finalmente, la Ley adapta la normativa española a la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea en relación con las cláusulas abusivas de los contratos celebrados con los consumidores. En ese sentido, la normativa anterior determinaba que el juez tenía la facultad de modificar el contenido de las cláusulas abusivas que figurasen en los contratos para integrar la parte afectada por nulidad y

⁶²⁶ Véase el texto completo de la Ley 3/2014 en https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2014-3329

⁶²⁷ *Id.*

de acuerdo al principio de buena fe objetiva. Sin embargo, de acuerdo al régimen actual, el juez—previa audiencia de las partes—declarará la nulidad de las cláusulas abusivas incluidas en el contrato. No obstante, dicho contrato permanece obligatorio para las partes y en los mismos términos, siempre que se pueda sustituir y eliminar las mencionadas cláusulas.

7.10 Normativa Referida a la Resolución de Quejas y Reclamaciones Bancarias en el Sistema Bancario Español

En España se aprobó la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medida de Reforma del Sistema Financiero, la cual establece medidas protectoras para los clientes del sistema financiero. Concretamente, esta Ley establece la obligación de todas las entidades de crédito, empresas de servicios inversión y entidades aseguradoras, de atender y resolver las quejas y reclamaciones que sus clientes pueden presentar⁶²⁸. Para ello, las instituciones financieras deberán tener un departamento o servicio de atención al cliente, pudiendo además designar un Defensor del Cliente, que atienda y resuelva las reclamaciones en calidad de experto independiente. Las decisiones del Defensor del Cliente que resulten favorables para los consumidores deberán vincular a dicha entidad.

Por otro lado, la Orden ECO 734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y defensor del cliente de las entidades financieras, establece los requisitos y obligaciones de los departamentos de atención al cliente y defensor del cliente. Esta Orden establece, igualmente, el procedimiento para la presentación, tramitación, y resolución de las quejas y reclamaciones que se presenten a dichos departamentos⁶²⁹. En definitiva, cualquier cliente tiene derecho a interponer una queja o reclamación, siempre que haya acudido de manera previa a su entidad. De acuerdo con los datos emitidos por el Banco de España, los motivos de reclamación más habituales son los siguientes:

- Los redondeos al alza en los créditos;

⁶²⁸ Salvador Armendáriz, M. (2015). *Una Aproximación a la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*. Descargado de http://www.navarra.es/appsext/DescargarFichero/default.aspx?fichero=RJ_34_I_3.pdf&codigoAcceso=PdfRevistaJuridica

⁶²⁹ Véase el texto completo de la Orden ECO 734/2004 en <https://www.boe.es/boe/dias/2004/03/24/pdfs/A12683-12688.pdf>

- Las comisiones de apertura o cancelación de cuentas; y,
- Las inversiones en bolsa no consentidas.

El artículo 7 de dicha Orden establece que:

“El Defensor del Cliente actuará con independencia con respecto de la entidad y con total autonomía en cuanto a los criterios y directrices a aplicar en el ejercicio de sus funciones. A tal fin, el Defensor del Cliente será una persona o entidad de reconocido prestigio en el ámbito jurídico, económico o financiero, ajena a la entidad a la que presta su servicio”.

Por otra parte, en caso de que las decisiones del Defensor del Cliente fuesen negativas o las quejas no se hubiesen atendido, entenderán de las mismas órganos administrativos específicos, como son los Comisionados para la Defensa de los Clientes del Servicio Financiero (CDCSF), quienes están encargados de la resolución de quejas y reclamaciones que hayan sido desestimadas o no hayan sido resueltas. El Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero, estableció el Reglamento de dichos Comisionados, y define que tendrán por objeto la protección de los derechos de los usuarios de los servicios financieros, siendo competentes para analizar quejas o reclamaciones presentadas ante las entidades de crédito, sociedades de tasación, establecimientos de cambio de moneda autorizados, empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones colectivas y sociedades aseguradoras⁶³⁰.

Dado que los CDCSF son órganos independientes adscritos al Banco de España, será imprescindible que— para la admisión y tramitación de quejas o reclamaciones—el cliente deba acreditar que la queja o reclamación presentada se formuló con anterioridad ante las autoridades financieras obligadas a recibirlas y resolverlas a través de un servicio equivalente.

Por último, cabe mencionar que el defensor del cliente bancario no tendrá competencia sobre las decisiones tomadas por las instituciones financieras en materia de concesiones de crédito o en las decisiones sobre la oferta de contratación de productos financieros. Tampoco podrá intervenir en cuestiones que hayan sido resueltas o que estén en proceso de resolución en los tribunales de justicia, tribunales

⁶³⁰ Véase el texto completo del Decreto 303/2004 en <http://www.boe.es/boe/dias/2004/03/03/pdfs/A09703-09711.pdf>

arbitrales u otro mecanismo de resolución de conflictos que las partes hayan acordado y la ley permita.

8. El Fraude Financiero en Estados Unidos Antes y Después de la Crisis

8.1 Introducción

Otra de las cuestiones fundamentales y más debatidas en la actualidad, tanto en Estados Unidos como en España, es la lucha contra el fraude financiero. Nos referimos aquí al fraude financiero relacionado con actividades ilegales llevadas a cabo por empresas de servicios, inversiones y venta de productos en contra de los consumidores, quienes terminan siendo estafados. Especialmente, a consecuencia de la crisis, en ambos países se destaparon un sinnúmero de fraudes y estafas que, hasta ese momento, habían permanecido ocultos gracias a un período de bonanza.

Tanto en el sector bancario como en el sector del mercado de valores se han producido fraudes escandalosos, tales como el fraude de las filatélicas en España, o el fraude piramidal Ponzi cometido por Bernard Madoff en Estados Unidos, los cuales han puesto a los legisladores de ambos países en alerta sobre la importancia de llevar a cabo una mejora en la supervisión de los operadores financieros.

Por ello, resulta fundamental llevar a cabo un análisis sobre este tema, así como un estudio comparado del marco regulador existente en ambos países antes y después de la crisis financiera.

8.2 Características y Tipos de Fraudes de Valores

En general, el fraude de valores o el fraude de inversiones es una práctica engañosa que se produce en los mercados de valores, por el cual se induce a los inversores a tomar decisiones respecto a la compra o venta de valores y/o productos financieros basadas en información falsa, resultando en pérdidas para dichos inversores. La práctica común en los fraudes de inversiones constituye la oferta de valores a inversores poco sofisticados, es decir, a aquellos que no pueden evaluar el riesgo de forma adecuada, y que en general, son conservadores cuando escogen sus estrategias de inversión.

Otros tipos de fraude de valores también pueden comprender, entre otros:

- Fraude por parte de los corredores de bolsa;
- Fraude a través de la manipulación de acciones;
- Publicación de informes financieros falsos de una empresa pública; y,
- Suministro de información falsa por parte de los auditores de las empresas.

8.3 Regulación contra el Fraude de Valores en Estados Unidos

El Título 15 del Código de los Estados Unidos regula la negociación y los intercambios con títulos valores así como la protección del inversor en los mercados financieros. Concretamente, la sección 78i del Título 15 del mismo Código establece, entre otros, que *“es ilegal la oferta o venta de valores realizadas a través de medios o instrumentos de transporte y comunicación de comercio interestatal o mediante el uso de los correos, directa o indirectamente realizado con el propósito de fraude o engaño, para obtener dinero o propiedades por medio de cualquier declaración falsa de un hecho material, o la omisión de declarar un hecho material necesario para hacer las respectivas declaraciones, a la luz de las circunstancias en que se produjeron”*. Además, sigue indicando dicha norma, *“será ilegal el uso del comercio interestatal con el propósito de ofrecer y vender valores de manera fraudulenta o engañando al comprador”*.⁶³¹

Cabe indicar que las leyes federales hacen una mención especial al uso de los instrumentos de transporte y comunicaciones del comercio interestatal para llevar a cabo fraudes, especialmente mediante el uso de correos. Esto se debe a la cláusula conocida como la “Cláusula de Comercio” (*Commerce Clause*) que se encuentra en la Cláusula 3, de la Sección 8, del Artículo 1 de la Constitución de los Estados Unidos. Esta cláusula otorga poder al Congreso para regular el comercio con naciones extranjeras, y entre los estados y entre las tribus indígenas. A través de esta cláusula, el gobierno federal puede regular cualquier actividad que utilice el correo, el cual es considerado un medio de comunicación interestatal⁶³².

La Cláusula de Comercio también se encuentra presente en la Regla de la SEC 10b-5, codificada en el Código de Regulaciones Federales como 17 CFR 240.10b-5, a través de la cual el gobierno ejerce su autoridad concedida en virtud de

⁶³¹ Véase el texto completo de la sección 78i del Título 15 en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78i>.

⁶³² Véase supra nota 385.

la sección 10(b) de la Ley de Intercambio de Valores de 1934⁶³³. La regla 10b-5 es una de las reglas más importantes promulgadas por la SEC dirigidas a combatir el fraude de valores. Esta regla prohíbe todo acto u omisión que resulta en un fraude o engaño en relación con la compra o venta de títulos valores realizada a través de los instrumentos de transporte y comunicaciones del comercio interestatal.

8.4 Cumplimiento de las Normas Antifraudes

Para interponer una reclamación de fraude de valores de acuerdo a la sección 10(b) antes indicada, el demandante debe demostrar que el acusado, en relación con la compra o venta de valores, hizo una declaración falsa u omitió un hecho material conscientemente; que el demandante se basó en esta información; y que dicha información causó un perjuicio a la demandante⁶³⁴. La ley concretamente dice que el demandante debe demostrar:

- (i) La existencia de una manipulación o engaño;
- (ii) La importancia de dicho engaño en la compraventa;
- (iii) La relación del mismo con la compra o venta de valores; y,
- (iv) La existencia de conocimiento (o *scienter* en inglés) por parte del demandante del propio fraude⁶³⁵.

Tanto la SEC como los ciudadanos privados pueden demandar y exigir el cumplimiento de la normativa antifraude a través de demandas judiciales. En caso de que sean ciudadanos privados los que demanden, estos tienen adicionalmente que establecer:

- Su legitimación para demandar;
- Su naturaleza como comprador o vendedor;

⁶³³ Véase el texto de esta regla específica en <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b-5>.

⁶³⁴ Securities Exchange Act de 1934, § 10(b)

⁶³⁵ *Scienter* es un estado mental, que abarca la intención de engañar, manipular o engañar, a los efectos de una demanda de fraude de valores bajo la sección 10(b) de la Ley de Intercambio de Valores de 1934. Los hechos alegados deben apoyar una inferencia de la intención de defraudar a los demandantes, más que a cualquier otro grupo. A los efectos de una demanda de fraude de valores, de acuerdo al artículo 10(b), una inferencia de *scienter* debe ser algo más que verosímil o razonable, debe ser coherente y por lo menos tan convincente como cualquier inferencia contraria de intención no fraudulenta. Para determinar si un demandante es capaz de probar adecuadamente *scienter*, a los efectos de una demanda de fraude de valores bajo la sección 10(b), el tribunal debe considerar si todos los hechos alegados, tomados en conjunto, dan lugar a una conclusión firme.

- La existencia de confianza o el hecho de que se confió en dicha información;
- La pérdida generada;
- La causalidad; y,
- La existencia de daños.

Cabe resaltar que, para poder demandar a cualquier empresa o asesor de inversiones por fraude, el demandante debe estar legitimado. En este sentido, en Estados Unidos, en el caso *Blue Chip Sellos v. Manor Drug Stores*⁶³⁶, el Tribunal Supremo sostuvo que sólo los compradores o vendedores de valores pueden presentar una demanda privada por daños y perjuicios conforme a la Regla 10b-5.

De cualquier forma, cualquier ciudadano puede proporcionar información a la SEC en relación con posibles fraudes o violaciones de las leyes federales de valores, de manera que la SEC pueda llevar a cabo una investigación⁶³⁷. Para ello, en Estados Unidos existe un programa de *whistleblowers* o “chivatos”, que es un término utilizado para las personas que interponen denuncias desde dentro de las propias instituciones sobre la existencia de posible corrupción y la ejecución de malas prácticas. Se trata de un programa creado por las agencias federales de control y supervisión cuya primera ley fue aprobada en 1989⁶³⁸. Sin embargo, tras el escándalo *Enron*, las principales agencias aumentaron los recursos para la detección del fraude corporativo y de inversiones. Además, se incluyó la sección 806 dentro de la Ley SOX que recogió la protección de los empleados de empresas cuyos valores son negociados en mercados públicos para que lleven a cabo denuncias de fraude. El objetivo es que se creen canales de comunicación confidenciales para denuncias sobre asuntos financieros, siendo estas denuncias totalmente anónimas. Por su parte, la sección 922 de la Ley *Dodd-Frank* hizo lo propio para con la SEC, creando inclusive una “Oficina de Chivatos” (*Office of the Whistleblower*), en la que anuncian recompensas del 10 al 30% para las personas que cooperen en la detección de un

⁶³⁶ *Blue Chip Sellos v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975).

⁶³⁷ Bajo la Regla 21F-2 de la SEC, cualquier persona natural puede voluntariamente proveer información a la SEC acerca de la ocurrencia de una posible violación de la ley federal de valores (si ha ocurrido o está por ocurrir). La información debe llevar a la SEC a tomar acciones exitosas que resulten en sanciones monetarias por más de 1 millón de dólares. Se puede ver mayor detalle de la norma en <https://www.sec.gov/about/offices/owb/reg-21f.pdf#nameddest=21F-2>.

⁶³⁸ Véase el texto completo de la Ley *Whistleblower Protection Act* en <http://www.usda.gov/oig/webdocs/whistle1989.pdf>.

fraude financiero que supere el millón de dólares⁶³⁹.

8.5 Tipos de Fraudes de Valores

Debido al incremento y al acceso de la tecnología, hoy en día nos encontramos con una serie de fraudes que son mucho más complicados de detectar. Sin embargo, el uso de las mismas tecnologías nos ayuda a llevar a cabo mejores investigaciones sobre posibles actividades ilegales. Por otro lado, de acuerdo con los datos recogidos por la SIPC, producto de los fraudes con valores, se han distribuido más de 134.000 millones de dólares entre los inversores estafados en 44 años de historia de dicha institución⁶⁴⁰. Asimismo, se hace notar que el número de acciones procesadas por fraude aumentaron casi al doble entre 2006 y 2008⁶⁴¹. Esto se debe a que los estafadores tienen acceso a internet, lo que hace más fácil llevar a cabo fraudes a través de correos electrónicos no deseados, boletines enviados por correo electrónico, etc. Además, el fraude con valores es más complejo en la misma medida que la industria desarrolla vehículos de inversión más complejos. Por su parte, la recuperación de los activos involucrados en un fraude de valores es a veces más complicado de lo que puede parecer, dado que los estafadores son capaces de lavar el dinero de una forma rápida, haciendo que la recuperación sea más complicada.

A continuación, presentamos una lista de los tipos de fraudes que más suceden y que más preocupan a las agencias federales relacionados con el mercado financiero y el aumento en el uso de dichas tecnologías:

El fraude más común es el producto de conductas corporativas inapropiadas. Sobre este punto, cabe indicar que durante la primera década del siglo XXI, el fraude corporativo perpetrado por ejecutivos de alto nivel de las corporaciones fue el centro de atención de la prensa y los legisladores estadounidenses, sobre todo después del fraude perpetrado por la empresa *Enron* en el año 2002. Inclusive, la agenda del entonces Presidente de los Estados Unidos, George W. Bush, incluyó acciones concretas para luchar contra este tipo de conductas. Las agencias federales del gobierno estadounidense encargadas del control y la supervisión de todo tipo de

⁶³⁹ Securities and Exchange Commission (2015). *Welcome to the Office of the Whistleblower*. Descargado de <http://www.sec.gov/whistleblower>.

⁶⁴⁰ SIPC (2014). *Annual Report. Securities Investor. Protection Corporation*. p. 8. Descargado de <http://www.sipc.org/Content/media/annual-reports/2014-annual-report.pdf>.

⁶⁴¹ *Id.*

fraudes, especialmente el FBI y la SEC, se convirtieron en los organismos encargados de la investigación de este tipo de fraudes.

A continuación se detallan los escándalos más sonados de aquella época en la que se vieron envueltos las principales agencias federales como la SEC, la Comisión de Negociación de Futuros (*Commodity Futures Trading Commission* o CFTC por sus siglas en inglés), y el Departamento de Justicia (Department of Justice o DOJ por sus siglas en inglés).

Tabla 8. Fraudes más Escandalosos en Estados Unidos

<i>Sociedad</i>	<i>Fecha en que se descubrió el escándalo</i>	<i>Acusaciones</i>	<i>Agencias de Investigación involucradas</i>	<i>Finalización</i>
Xerox	Junio 2000	Falsificó sus resultados financieros durante cinco años, incrementando sus ingresos en 1.500 millones de dólares.	SEC	Acordó pagar una multa de 10 millones de dólares así como la restitución de sus estados financieros desde 1997.
Enron	Octubre 2001	Aumentó indebidamente las ganancias y ocultó las pérdidas por un total de 1.000 millones de dólares, usando asociaciones que no se encontraban registradas. Asimismo, manipuló el mercado de energía del estado de Texas, sobornó a gobiernos extranjeros para ganar licitaciones, y manipuló el mercado de energía del estado de California.	DOJ; SEC; varios comités en el Congreso; Comisión de Servicios Públicos de Texas; Comisión Regulatoria Federal de la Energía	El ex funcionario de Enron Michael Kopper se declaró culpable de los cargos interpuestos de falsedad documental y estafa. El gerente general también. La compañía solicitó la quiebra voluntariamente. Su empresa auditora, Arthur Andersen fue condenada por

				obstrucción a la justicia al destruir los documentos de Enron.
Arthur Andersen	Noviembre 2001	Destruyeron los documentos financieros relativos a su cliente Enron, después de que la SEC comenzase la investigación de dicha empresa.	SEC; DOJ	Andersen fue condenada por delito de falsedad documental y obstrucción a la justicia. Sin embargo, el Tribunal Supremo de los Estados Unidos revocó la sentencia.
Halliburton	Mayo 2002	Reportó indebidamente 100 millones de dólares en sobrecostos anuales de construcción. Alteró los métodos de contabilidad y no informó debidamente a sus inversores.	SEC	Acordó pagar a la SEC 7,5 millones de dólares.
Tyco	Mayo 2002	Usó métodos de contabilidad "agresivos" en negocios de adquisiciones para inflar los beneficios. Escondió millones de dólares en compensaciones a sus altos ejecutivos. Infló sus beneficios en 5 millones de dólares.	Fiscal de Manhattan, estado de Nueva York; SEC	Acordó el pago de 3.000 millones a los inversores por una demanda conjunta (<i>class action</i>) realizada en su contra. SEC ordenó el pago de una multa de 50 millones de dólares.

AOL Time Warner	Julio 2002	Los ejecutivos de AOL ayudaron a sus socios online de manera ilegal e inflaron sus beneficios. Todo esto ocurrió antes de la fusión entre AOL y Time Warner.	SEC; DOJ	El proceso terminó con un acuerdo por el cual AOL pagó 510 millones de dólares. De ellos, 210 millones fueron pagados al DOJ, y 300 millones fueron pagados a la SEC.
Bristol-Myers Squibb	Julio 2002	Infló sus ingresos del 2001 por 1.500 millones de dólares, en diversas transacciones contables.	SEC	Acordó el pago a la SEC de 150 millones de dólares.
Duke Energy	Julio 2002	Reportó los bonos de sus ejecutivos como beneficios de la empresa, en violación de las normas contables	SEC; CFTC; Fiscal federal de Houston; Comisión Regulatoria Federal de la Energía	Llegó a un acuerdo con la SEC tras obtener beneficios ilícitos por el valor de 56,2 millones de dólares. La cantidad final acordada no se hizo pública.

Por otro lado, a continuación resumimos los otros casos más resaltantes de fraudes empresariales:

- *Empresas ficticias.* Este fraude se da cuando se utilizan empresas ficticias para desviar la atención del público, relacionándolas ilusoriamente con una empresa real de nombre similar. El único objetivo de los estafadores es vender las acciones de dichas empresas ficticias obteniendo así beneficios ilícitos.
- *Fraude por internet.* Generalmente, este tipo de fraude consiste en la manipulación de información por internet, a fin de inflar temporalmente el precio de acciones baratas. Ello genera que los estafadores puedan vender

sus acciones sobrevaluadas. Luego de ello, el precio de las acciones vuelve a su valor bajo usual (esquema *pump-and-dump*)⁶⁴².

Asimismo, la SEC indica en su página web que son muy peligrosas otras formas de fraudes por internet, como por ejemplo:

- Boletines de inversiones online que recomiendan la compra de “los mejores valores del mes”. Quienes escriben estos boletines venden dichas acciones que son previamente adquiridas a precios bajos;
 - Correos no deseados (spam) provenientes de estafadores; y,
 - El denominado “*phishing*”, por el cual los estafadores suplantan la identidad de otras empresas para tratar de adquirir información confidencial de forma fraudulenta, generalmente a través de contraseñas de tarjetas de crédito.
- *Uso de Información Privilegiada*. Es el uso indebido de información privilegiada para conseguir beneficios no habituales mediante la inversión en mercados financieros. Hay dos maneras de usar la información privilegiada: la primera es la negociación de valores de la compañía u otros valores por personas que cuentan con información privilegiada, como ejecutivos, empleados o cualquier otra persona que posea más del 10% de acciones de la empresa. Generalmente, esta práctica es legal pero está sujeta a requisitos de reporte. El segundo tipo de práctica es la compra o venta de valores basada en una información material privada. Este tipo de uso de información es ilegal en la mayoría de los casos, ya que la persona que posee información privilegiada, o una parte de esta, está llevando a cabo negociaciones con información material privada obtenida durante el cumplimiento de sus funciones dentro de la empresa.
- *Fraudes Contables*. Relacionados con los escándalos de contabilidad, este tipo de fraudes llevó a empresas de contabilidad pública como *Arthur Andersen*, *Deloitte & Touche*, *Ernst & Young*, *KPMG* o *PricewaterhouseCoopers* a admitir su responsabilidad y negligencia para identificar y prevenir la publicación de reportes financieros falsos por sus

⁶⁴² CBS (2000, 19 de octubre). *Pump and Dump*. Descargado de <http://www.cbsnews.com/news/pump-and-dump/>.

clientes, lo que tiene como efecto el dar una impresión errónea del estado financiero de las empresas clientes⁶⁴³.

- *Boiler Rooms*. Los *boiler rooms* son lugares en donde los intermediarios negocian valores masivamente a través del teléfono a listas de potenciales inversores (denominadas “listas de tontos”) ejerciendo alta presión sobre ellos a fin de vender títulos especulativos, e inclusive fraudulentos. Se llaman *boiler rooms* porque las ventas se realizan bajo alta presión. Algunos de estos *boiler rooms* no tienen licencia de funcionamiento alguna, sino que son manejados por funcionarios de ciertas empresas de intermediación de valores por su propia cuenta. Entre los valores que se venden en los *boiler rooms* podemos encontrar instrumentos financieros o de materia prima particular en una cantidad acordada, valores colocados mediante privadas, *penny stocks*, etc.
- *Fraude con Fondos Mutuos*. Las grandes empresas de intermediación de valores y de fondos mutuos fueron acusadas de llevar a cabo prácticas engañosas en contra de sus clientes, como por ejemplo una negociación tardía. *Bank of America Capital Management* fue uno de los casos donde se detectó fraude con fondos mutuos. Esta empresa fue acusada por la SEC de acordar arreglos con clientes para permitir transacciones a corto plazo (*short-term trading*)⁶⁴⁴.
- *Esquemas Ponzi*. Un esquema Ponzi es un fondo de inversión donde las retiradas de fondos son financiados por inversores posteriores, en lugar de los beneficios obtenidos a través de actividades de inversión. El mayor caso de fraude de valores cometido por un individuo basado en un esquema Ponzi fue el operado por el ex presidente de NASDAQ, Bernard Madoff, que—como veremos en este estudio—causó un daño estimado de aproximadamente 65.000 millones de dólares en pérdidas.

⁶⁴³ Bryan-Low, C. (2004, 25 de febrero). *Audit Firms Face Heavy Fallout From Tax Business*. The Wall Street Journal. Descargado de <http://www.wsj.com/articles/SB107766373003838199>.

⁶⁴⁴ Benjamin, J (2013, 8 de septiembre). *Image Repair: Mutual Funds Still Recovering 10 Years After Scandal*. Investment News. Descargado de <http://www.investmentnews.com/article/20130908/REG/309089973/image-repair-mutual-funds-still-recovering-10-years-after-scandal>.

8.6 Protección de los Inversores

Para la mayoría de casos de fraudes con títulos valores los inversores están protegidos por las leyes federales y estatales así como por los reglamentos administrativos relativos a los títulos valores⁶⁴⁵. Las disposiciones antifraudes de las leyes federales y estatales y los reglamentos administrativos de posterior desarrollo conceden a los inversores una variedad de derechos y la posibilidad de presentar recursos contra los responsables. Existen además, sanciones administrativas y multas para los corredores de bolsa o intermediarios financieros que violen cualquiera de las reglas establecidas en los reglamentos de la SEC⁶⁴⁶.

Por lo general, los inversores defraudados pueden demandar por fraudes y recuperar su dinero; sin embargo, en los casos de pirámides Ponzi, la posibilidad de demandar y recuperar el dinero no es posible porque la mayor parte del dinero, si no todo el dinero ha ido desapareciendo, siendo la bancarrota el único resultado⁶⁴⁷. Los inversores se convierten en acreedores del patrimonio del operador Ponzi declarado en bancarrota y la mayoría, si no todos los acreedores, recuperarán sólo una fracción de su inversión original⁶⁴⁸.

En este contexto, se debate la posible responsabilidad de que las agencias federales como la SEC y otros organismos autorreguladores indemnicen a los inversores, ya que estos se ven desprotegidos en muchos casos. Sin embargo, lo cierto es que los que apuestan por la teoría de la responsabilidad de las agencias federales encargadas del control de los mercados financieros, se olvidan de la tradición y el orgullo de los legisladores estadounidenses para no reconocer excepciones al principio de inmunidad soberana que protege al gobierno a los Estados Unidos, sus agencias federales y estatales así como a los funcionarios contra toda demanda particular. El resultado final es la desprotección total del inversor que se ve involucrado.

⁶⁴⁵ Para mayor detalle sobre los mecanismos de defensa de los inversores ante fraudes con valores véase SIPC (2015). *Protecting Yourself Against Fraud*. Descargado de <http://www.sipc.org/for-investors/protecting-against-fraud>.

⁶⁴⁶ *Id.*

⁶⁴⁷ Generalmente, cuando el fraude se ejecuta conforme al plan creado, el estafador se queda sin recursos para poder cumplir con la indemnización a las víctimas del fraude.

⁶⁴⁸ Para desgracia de los inversores estafados, la restitución incompleta es inevitable, y, quedarán disgustados buscando culpar a alguien, o encontrar a cualquiera que pueda ayudarles.

9. Los Esquemas Piramidales Ponzi

9.1 Introducción

Sin lugar a dudas, hay muchos clichés cuando se trata de definir un esquema piramidal Ponzi. El dicho *Rob Peter to pay Paul* (“Robarle a Pedro, para pagarle a Pablo”) se utiliza en inglés a menudo para describir los esquemas Ponzi⁶⁴⁹. Por otra parte, a modo de consejo de precaución, se suele decir que “si parece demasiado bueno para ser verdad, entonces probablemente lo es”. En su nivel más básico, la operativa del sistema Ponzi consiste en coger dinero o bienes de un conjunto inicial de inversores, prometiéndoles un alto retorno de su inversión en un período relativamente corto de tiempo; siendo esta, generalmente, una situación atípica del mercado⁶⁵⁰.

De esta misma forma, un sistema piramidal Ponzi es un fraude de inversiones que conlleva el pago o la devolución de una supuesta inversión, que en realidad procede de los fondos depositados por un nuevo un inversor. A menudo, los operadores Ponzi prometen altos retornos de capital resultantes de inversiones a un “riesgo mínimo”, aunque en realidad estas inversiones no existen. Como resultado, el operador Ponzi necesitará nuevo capital para poder devolver el capital invertido más el prometido a los primeros inversores, así como para cubrir sus gastos personales que deberían de resultar de una acción legítima⁶⁵¹.

Estas estafas Ponzi deben su nombre a Charles Ponzi⁶⁵². La historia comienza en 1924, en el caso *Cunningham v. Brown* en el que el Tribunal Supremo de los Estados Unidos definió por primera en qué consistía un sistema piramidal Ponzi⁶⁵³. Charles Ponzi, que comenzó con un capital de 150 dólares, defraudó a los inversores diciendo que invertía en cupones postales internacionales que luego eran vendidos en otros países con un beneficio del 100%. Ponzi alegaba que los altos beneficios se debían a la diferencia de los tipos de cambios que resultaron tras la Guerra. De esta

⁶⁴⁹ Rodríguez Braun, C. (2013, 3 de junio). *Robar a Pedro para Pagar a Pablo*. Descargado de http://www.carlosrodriguezbraun.com/files/2013/06/pagina_03062013132025.html.

⁶⁵⁰ Ferro Vega, J. M. (2012, 23 de octubre). Estafas Piramidales. *noticiasjuridicas.com*. Descargado de <http://noticias.juridicas.com/conocimiento/articulos-doctrinales/4803-estafas-piramidales/>.

⁶⁵¹ *Id.*

⁶⁵² Charles Ponzi fue la primera persona en realizar este tipo de estafas.

⁶⁵³ Véase el texto completo de la sentencia *Cunningham v. Brown*, 265 U.S. 1 (1924) en <https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/265/1>.

manera, Ponzi ofrecía letras de cambio cuyos beneficios generaban 150 dólares por cada 100 dólares invertidos en un plazo de 90 días⁶⁵⁴. Ponzi fue capaz de mantener dicho esquema piramidal gracias a los intereses abonados a los inversores que hacía que estos volvieran a invertir y se mantuviesen más que satisfechos. Pero en realidad, Ponzi sólo desviaba fondos de las inversiones realizadas para su uso personal⁶⁵⁵. Desde aquel caso piramidal, los tribunales estadounidenses han descrito el fraude de distintas formas, pero los elementos que principalmente se utilizan para su descripción son los siguientes: un acuerdo fraudulento en el que una entidad paga a los inversores con dinero obtenido de otros inversores, y no de beneficios generados como resultado de una actividad financiera o de riesgo. Por su parte, el Tribunal Federal de Apelaciones del Noveno Circuito lo definió recientemente como un fondo de inversión donde las retiradas de fondos son financiadas por inversores posteriores, es decir, los mismos inversores son los que producen beneficios en vez de producirse a través de actividades de inversión⁶⁵⁶.

Por otro lado, una de las estrategias claves para mantener dicho sistema consiste en evitar que los inversores hagan preguntas acerca de sus inversiones a los operadores del sistema Ponzi una vez que han depositado el dinero. De cualquier modo, ante cualquier pregunta, los operadores anuncian que se trata de un esquema muy complejo de inversión y con eso evitan dar demasiada información acerca de las inversiones que van a hacer (o dejar de hacer). De esta manera, lo que se pretende es que los detalles de la operación del negocio propuesto o de la inversión no sean de importancia extrema para los clientes. El problema real es, como ya se ha descrito, que no suele existir un negocio legítimo y/o de riesgo. En el caso *Hiru v. Arthur Andersen & Co.*⁶⁵⁷, el Tribunal Federal de Apelaciones del Segundo Circuito explicó que una vez que el operador del sistema Ponzi recibe la inversión inicial de la primera serie de inversores, este debe encontrar una segunda serie de inversores para “invertir” su dinero en la operación, y devolverles los intereses a los primeros inversores. El operador Ponzi hace la misma promesa del alto retorno de rentabilidad

⁶⁵⁴ Securities and Exchange Commission (2015). Ponzi Schemes. Descargado de <http://www.sec.gov/answers/ponzi.htm>.

⁶⁵⁵ Según el Tribunal Supremo, a pesar de haber recaudado más de 9.582 millones de dólares en los ocho meses en los que operó, Ponzi resultó ser siempre insolvente.

⁶⁵⁶ *Donell v. Kowell*, 533 F.3d 762 (9th Cir. 2008). Véase el texto completo de la sentencia en <http://cdn.ca9.uscourts.gov/datastore/opinions/2008/06/30/0655544.pdf>.

⁶⁵⁷ *Hirsh v. Arthur Andersen & Co.*, 72 F.3d 1085 (2d Cir. 1995).

a los nuevos inversores⁶⁵⁸. El efecto que tiene este sistema, es que la empresa se endeuda cada día más e incurre en una mayor responsabilidad dando, sin embargo, la falsa apariencia de una excelente rentabilidad, a fin de obtener nuevos inversores. El problema surge cuando no hay suficientes nuevos inversores para generar fondos y cubrir las inversiones iniciales de los primeros inversores, y mucho menos para pagar los beneficios de alta rentabilidad prometidos. El resultado es la insolvencia financiera del negocio falso que atrajo originalmente el capital y la ruina económica de muchos inversores que confiaron en dicho negocio⁶⁵⁹.

En este capítulo analizaremos cómo este tipo de esquemas fueron aplicados en sonados casos en Estados Unidos y España; así como la respuesta legislativa de ambos países.

9.2 Esquemas Piramidales Ponzi en Estados Unidos

9.2.1 Consideraciones Generales

Tal y como demuestra la realidad, descifrar un sistema piramidal Ponzi puede resultar bastante complicado, pero una vez que el fraude ha sido descubierto—muchas veces demasiado tarde—son varias las posibilidades de recuperación de los activos resultantes de acuerdo al sistema legal vigente; sin embargo, no siempre se obtienen los resultados deseados. Dependiendo de la estructura del fraude piramidal, los inversores en Estados Unidos se encuentran protegidos por las leyes federales y estatales antifraudes, así como por los reglamentos publicados por la SEC, en caso de que se trate de fraudes con títulos valores⁶⁶⁰.

En Estados Unidos, una vez que los estafadores salen a la luz, estos acabarán en su mayoría presentando demandas de bancarrota para su administración judicial

⁶⁵⁸ La táctica es desconocida por el primer y el segundo grupo de los inversores, el operador planea pagar los beneficios prometidos a la primera serie de los inversores con el capital invertido por el segundo grupo de inversores, en vez de obtener beneficios en virtud de la propuesta de negocio original.

⁶⁵⁹ El mayor caso de fraude de valores cometido a través de un esquema piramidal Ponzi fue el perpetrado por el ex presidente del mercado Nasdaq Bernard Madoff, que cometió un fraude estimado en 64.800 millones de dólares.

⁶⁶⁰ Además, si el fraude se lleva a cabo por corredores de bolsa o asesores financieros la SEC tiene establecida una serie de multas y penalidades en caso de que violen cualquier de las normas preestablecidas.

con el fin de proceder a la liquidación de su patrimonio⁶⁶¹. A partir de este momento, tanto las partes implicadas como los acreedores se enfrentan a una serie de problemas jurídicos de diversa naturaleza⁶⁶². El número de personas implicadas en estafas piramidales Ponzi suele ser elevado y el conjunto de agencias reguladoras que se ven involucradas en dichos fraudes van en aumento, especialmente a medida que evoluciona la regulación y el conjunto de instituciones encargadas de la supervisión de productos financieros. Por otra parte, como veremos a continuación, la falta de uniformidad en la regulación de este tipo de fraudes de inversión, así como la existencia de varias tendencias jurisprudenciales al respecto, hace que los tribunales estadounidenses tengan un trabajo difícil por delante. Sin embargo, podemos decir que la ley estadounidense sigue evolucionando, por ejemplo, respecto a las reclamaciones de deudas por transferencias fraudulentas para la recuperación de determinados fondos, y esto hace que la protección del inversor sea cada vez mayor.

En este contexto, uno de los temas más complicados en la resolución de los temas de estafa Ponzi es la labor desarrollada por un síndico o un administrador judicial encargado de impugnar cuantas transferencias ilegales haya realizado el operador Ponzi. Esta es una ardua tarea que conlleva a su vez un gran gasto financiero. Más delicado aún si cabe, es la recuperación de activos y capital que el autor del delito pagó a los inversores en concepto de devolución del capital principal invertido o en concepto de beneficios ficticios. Este sistema se ha denominado en Estados Unidos como el *clawback action* o sistema de recuperación de activos. En estos casos, el síndico de bancarrota puede anular dichas transferencias de acuerdo a la sección 548(a) y la sección 547 del Título 11 del Código de Bancarrota, o de acuerdo a las leyes estatales que regulan dichas transferencias⁶⁶³. La única limitación en los casos de fraudes estatales es que el administrador judicial estará limitado a utilizar la normativa estatal establecida para la impugnación de dichas transferencias

⁶⁶¹ Hirschfield, M. y Klidonas, G. (2015). *Avoidance Actions in Ponzi Scheme Bankruptcy Cases*. Descargado de http://www.bakerlaw.com/files/Uploads/Documents/News/Articles/BUSINESS/2011/ABA_Hirschfield_Klidonas_April-2011.pdf

⁶⁶² El gran problema para los inversores de una estafa piramidal es que resulta muy difícil recuperar el dinero ya que en la mayoría de los casos ni siquiera existe. Es por esto, que los inversores de pirámides Ponzi acaban convirtiéndose en acreedores del patrimonio del operador declarado en bancarrota, lo que supone que solo se recupera un parte de lo invertido.

⁶⁶³ Véase el subcapítulo que contiene ambas secciones en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/chapter-5/subchapter-III>

y acciones preferenciales, sin poder recurrir a la protección otorgada por las leyes federales.

Por otra parte, uno de los temas más debatidos en la actualidad, especialmente después del fraude piramidal Ponzi cometido por Bernard Madoff, es la responsabilidad de las agencias gubernamentales en los casos que existiesen suficientes indicios de fraude y que estos hubiesen sido reportados y demandados con anterioridad a las agencias federales o estatales de supervisión del mercado. También se habla de la responsabilidad de los organismos autorreguladores por no detectar dichos fraudes, pero como analizaremos a continuación, en la mayoría de los casos, esta es casi siempre una batalla perdida⁶⁶⁴. El resultado final en la mayoría de estafas piramidales es la desprotección total del inversor ya que, por desgracia, para los inversores estafados, la restitución incompleta es inevitable, y por ahora la solución de demandar a las entidades gubernamentales no parece resultar una alternativa exitosa.

9.2.2 Factores para Establecer un Sistema Ponzi según los Tribunales Estadounidenses

Existen algunos factores determinantes probatorios establecidos que se constituyen como presunción de la existencia de un caso piramidal Ponzi de acuerdo con lo establecido por los tribunales estadounidenses. Destacan, entre otros, el hecho de que:⁶⁶⁵

- Los inversores realizan todos los depósitos;
- El deudor no lleva a cabo ningún negocio legítimo;
- El supuesto negocio produce pequeño o ningún beneficio o ganancia;
- El operador Ponzi promete altos beneficios a los inversores que no eran reales;
- El pago a los nuevos inversores proviene del dinero en efectivo invertido

⁶⁶⁴ Lo cierto es que los que apuestan por teoría de la responsabilidad de las agencias federales, encargadas del control de los mercados financieros, se olvidan de la tradición y el orgullo de los legisladores estadounidenses en reconocer cualquier excepción para aplicar el principio de inmunidad soberana, que protege al gobierno de los Estados Unidos, sus agencias federales y estatales así como los funcionarios contra toda demanda particular.

⁶⁶⁵ Phelps, K. y Rhodes, S. (2012). *The Ponzi Book: A Legal Resource for Unraveling Ponzi Schemes*. Lexis Nexis.

por nuevos clientes;

- El deudor miente sobre la naturaleza de las inversiones y el riesgo asociado a las mismas;
- El operador nunca invierte ningún fondo en los negocios prometidos;
- El operador contrata agentes para vender productos y les paga comisiones para gestionar el fraude;
- El operador paga a dichos agentes altas comisiones como incentivo para perpetuar el fraude;
- Los agentes de venta reciben incentivos si consiguen convencer a los inversores para no retirar los fondos;
- Los inversores posteriores reciben menos dinero que los primeros;
- Existen claras inconsistencias entre los documentos bancarios y los informes financieros entregados a los clientes; y,
- El dinero de los inversores y del personal del operador están unidos en una misma cuenta.

Por otra parte, en los casos en los que no se puede aplicar la presunción del caso Ponzi, los tribunales pueden aplicar el tradicional análisis basado en indicios de fraudes para establecer la intención de defraudar, es decir, si no existe la presunción Ponzi, el demandante deberá probar y utilizar pruebas circunstanciales para demostrar la intención fraudulenta. Esto ocurre cuando existen suficientes indicios de fraude que facilitan dicha interpretación. Concretamente, la Ley Uniforme de Transferencias Fraudulentas (*Uniform Fraudulent Transfer Act* o UFTA por sus siglas en inglés) establece la siguiente lista de indicios⁶⁶⁶:

- La transferencia u obligación se realiza en beneficio de una persona con información privilegiada;
- El deudor retiene control o posesión de la propiedad después de la transferencia;
- La transferencia se realiza de manera oculta;
- Antes de llevar a cabo esta operación, el deudor ha sido demandado;
- La transferencia se realiza por la mayoría de todos los activos del deudor;
- El deudor se fuga;
- El deudor esconde los activos;

⁶⁶⁶ *Id.*

- El valor recibido por el deudor no es razonablemente equivalente al valor del activo que se transfiere o la cantidad de la obligación incurrida;
- La transferencia se realiza justo antes o después de que el deudor incurriese en una gran deuda; y,
- El deudor transfiere la mayoría de los activos del negocio principal a un acreedor que los transfiere a su vez a una persona con información privilegiada.

Adicionalmente, a nivel judicial, se han añadido los siguientes indicios como indicativos del fraude:

- Las transferencias a personas con información privilegiada cuando el deudor se encuentra frente a una situación de insolvencia enfrentándose a infinitas cargas, especialmente cuando dichas transferencias son ocultas a los acreedores y no son parte de la conducta regular del negocio;
- La ausencia de retribución por la transferencia de activos o dinero;
- La proximidad o parentesco entre los beneficiarios de dicha operación y el deudor Ponzi;
- La situación financiera del deudor Ponzi se recupera después de llevar a cabo la transferencia; y,
- El efecto positivo que tiene en el deudor tras la transferencia.

Cabe decir, sin embargo, que no existe un listado concreto de indicios que resulten en intención de defraudar.

9.2.3 La Intención de Defraudar y la Existencia del Daño

Un mecanismo por el cual un demandante puede establecer la intención de defraudar es a través de la admisión del deudor, habitualmente a través de una declaración de culpabilidad, o por condena penal. Sin embargo, de acuerdo a las Reglas Federales de Evidencia (*Federal Rules of Evidence* o FRE por sus siglas en inglés), concretamente de acuerdo a la regla 801(c)⁶⁶⁷, un acuerdo con la fiscalía o una declaración al fiscal que contenga la admisión que el deudor operaba un sistema Ponzi no es admisible cuando se utiliza dicha declaración para demostrar la veracidad de las declaraciones, es decir, que el deudor gestiona un sistema piramidal. De todas

⁶⁶⁷ Véase el texto de la regla en https://www.law.cornell.edu/rules/fre/rule_801.

maneras existen excepciones a esta regla: en el caso *Scholes v. Lehmann*⁶⁶⁸, el Tribunal Federal de Apelaciones del Séptimo Circuito determinó que las declaraciones acusatorias realizadas por el deudor serían admisibles de acuerdo a las Reglas Federales de Evidencia 803(22)⁶⁶⁹. Esta regla crea una excepción cuando dicha prueba existe en un caso cuya sentencia procede de una declaración de culpabilidad del propio acusado, y la condena es por un delito castigable con pena de muerte o con prisión durante más de un año. También, en los casos donde dicha declaración y prueba sean fundamentales para probar un hecho esencial, cuando el fiscal la introduce en un caso penal con otro motivo que el de la impugnación de un testigo, o en los casos en los que la declaración de una parte y la sentencia resultase en contra del demandado.

Por otro lado, en la mayoría de los estados, como es el caso del estado de California, una transferencia o pago a un acreedor sólo puede ser atacado por aquellos que sufrieron daños; esto es, la intención de defraudar no será suficiente sino que adicionalmente debe probarse que existió un daño al acreedor. El razonamiento de los tribunales es que un acreedor no habrá sufrido perjuicio alguno a menos que, a través de dicha transferencia o pago, los bienes o la propiedad del acreedor no estén al alcance del mismo respecto a la deuda que mantienen con él. En el caso *Henry v. Lehman Commercial Paper, Inc.*⁶⁷⁰, el Tribunal Federal de Apelaciones del Noveno Circuito determinó que una transferencia fraudulenta es “*aquella transferencia de interés en propiedad con el objeto de prevenir que los acreedores alcancen y satisfagan sus deudas o sus reclamaciones o un acto por el cual dicha propiedad se coloca fuera del alcance de los acreedores*”.

En relación con los daños, algunos tribunales determinan que existe un perjuicio o daño a los acreedores teniendo en cuenta múltiples transacciones⁶⁷¹. Según esta teoría, varias transacciones serán consideradas como una sola para determinar si existió perjuicio alguno. En *HBE Leasing Corp. v. Frank*⁶⁷², el tribunal dijo lo siguiente: “*Cuando el beneficiario de una transferencia paga un valor justo al deudor a cambio de propiedad del deudor, y el deudor gratuitamente transfiere las*

⁶⁶⁸ *Scholes v. Lehman*, 56 F. 3d 750 (7th Cir. 1995).

⁶⁶⁹ Véase el texto de la regla en https://www.law.cornell.edu/rules/fre/rule_803.

⁶⁷⁰ *Henry v. Lehman Commercial Paper, Inc. (In re First Alliance Mortgage Co.)*, 471 F.3d 977 (9th Cir. 2006).

⁶⁷¹ Véase supra nota 665.

⁶⁷² *HBE Leasing Corp. v. Frank*, 48 F.3d 623 (2d Cir. 1995).

ganancias de un primer intercambio a un segundo beneficiario, el primer beneficiario recibirá propiedad del deudor, mientras que el segundo recibirá el objeto de intercambio y así el deudor no retendrá nada". En estos casos, al decidir si existe responsabilidad de alguno de los implicados, los tribunales se han fijado en si el demandado tenía conocimiento alguno de la estructura de la transacción completa o de los componentes del sistema creado.

9.2.4 Posibles Recursos ante un Fraude con Títulos Valores

Los inversores defraudados en operaciones con títulos valores tienen básicamente tres recursos a su disposición:

- Demandar al operador Ponzi a través de las leyes estatales contra el fraude;
- Solicitar el nombramiento de un administrador que se encargue de liquidar los activos del patrimonio del operador de acuerdo a la normativa aplicable de la SEC y de otras entidades autorreguladoras; y/o
- Solicitar a un tribunal de justicia que designe a un administrador de bancarrota para recuperar todos los activos y luego proceder a la liquidación.

Desde el punto de vista práctico, la opción más viable para los inversores víctimas de un fraude Ponzi es la nominación de un administrador de bancarrota por parte de un tribunal de justicia para resolver la situación de insolvencia de los acreedores⁶⁷³. En estos casos, el administrador de bancarrota podrá, según lo veremos más adelante, recuperar los activos dependiendo de la existencia de transferencias fraudulentas, o en otros casos, cuando los beneficios se hubiesen obtenido dos años antes de la declaración de bancarrota.

Por otro lado, como ya habíamos explicado anteriormente, en un procedimiento de bancarrota de un caso típico Ponzi, el administrador de bancarrota designado está obligado a maximizar el valor del patrimonio del deudor; para ello, podrá impugnar cualquier transferencia de dinero y recuperar activos, así como el capital principal que los primeros inversores recibieron de forma ilegal⁶⁷⁴. Si el

⁶⁷³ Véase el texto completo de la sección 548 en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/548>.

⁶⁷⁴ Conocida en inglés con las siglas UFCA por su nombre *Uniform Fraudulent Conveyance Act*. Véase el texto completo de la norma en https://www.stcl.edu/faculty_pages/faculty_folders/rosin/ufta84.pdf.

administrador puede probar que el operador Ponzi transfirió de manera fraudulenta beneficios o activos a determinados inversores, el tribunal con jurisdicción sobre el caso de bancarrota puede ordenar a aquellos inversores la devolución de cualquier beneficio falso entregado por el operador Ponzi. Se trata de una opción que incluye la recuperación de los beneficios obtenidos en los dos años anteriores de la declaración de bancarrota. Este capital y los beneficios se colocan en una cuenta aparte y se distribuyen entre los acreedores⁶⁷⁵. Finalmente, si una transferencia es impugnada, el capital podría recuperarse, y no sólo del beneficiario inicial sino también de los que se favorecieron gracias a este último, ya que recibieron una transferencia, dinero o activos de él⁶⁷⁶. De esta manera, tanto los intermediarios financieros como los inversores se verán igualmente involucrados en los litigios para la recuperación del capital⁶⁷⁷.

A continuación analizaremos las demandas de impugnación de transferencias fraudulentas reales y las demandas por acción preferencial.

9.2.4.1 Demandas de Impugnación de Transferencias Fraudulentas

De acuerdo a la teoría legal de transferencia fraudulenta real, una transferencia puede ser impugnada cuando el operador tenga la intención de esconder, posponer o defraudar a los acreedores del deudor. Esta teoría viene recogida en la sección 548 del título 11 del Código de Bancarrota así como en determinadas leyes estatales⁶⁷⁸. A través de este tipo de demandas de transferencias fraudulentas, el administrador podrá impugnar cualquier tipo de transferencias, incluidas las de dinero, y las obligaciones que el deudor se comprometió a realizar con la intención real de obstaculizar, retrasar o defraudar a los acreedores, así como las transferencias y las

⁶⁷⁵ Para recuperar estos beneficios falsos, un administrador puede presentar una demanda en virtud de cualquier ley estatal de fraudes de valores, o el Administrador podrá iniciar acciones en el marco del Código de Bancarrota de los Estados Unidos y alegar en su defensa las leyes de valores estatales de acuerdo a la Ley Uniforme de Fraudes de Valores.

⁶⁷⁶ Esta posibilidad fue realmente importante en el caso de Bernard Madoff ya que muchos inversores recibirán devoluciones de sus inversiones indirectamente a través de los fondos de inversión y de otros intermediarios con los que invirtieron.

⁶⁷⁷ Elisofon, H. y Oleske, J. (2009). *Madoff Victims Who Redeemed Face More Pain: Beware the Clawback.* [herrick.com.](http://www.herrick.com/siteFiles/Publications/789C3F2101847DA67EA5D31AD569E7E1.pdf) Descargado de <http://www.herrick.com/siteFiles/Publications/789C3F2101847DA67EA5D31AD569E7E1.pdf>.

⁶⁷⁸ Este hecho tuvo que ser regulado porque en los fraudes piramidales Ponzi los operadores suelen recibir millones de dólares en inversiones que luego devolverán como regalos, contribuciones caritativas o beneficios a los inversores que serán interpretadas como operaciones fraudulentas

transacciones fraudulentas que se ejecutaron por un valor menor del que razonablemente deberían haber tenido, y que se llevaron a cabo justo antes de que el estafador fuese declarado insolvente.

El plazo máximo para que se puedan impugnar esas transferencias es de dos años, según lo establecido en la sección 548(a) del título 11 del Código de Bancarrota los Estados Unidos. El administrador de bancarrotas también puede invocar la normativa estatal para impugnar dichas transferencias fraudulentas cuando se cumplan los requisitos para la aplicación de las leyes estatales. Por ejemplo, en virtud de la ley de Nueva Jersey, la prescripción para interponer reclamaciones y presentar demandas para la impugnación de transferencias fraudulentas es de seis años, es decir, un plazo mucho mayor que la prescripción federal. Como podemos ver, gracias a este tipo de leyes estatales se puede proteger mejor a los acreedores⁶⁷⁹.

Cabe mencionar que el criterio determinante para saber si los beneficios o los bienes o activos deberían de ser confiscados reside en el hecho de si el beneficiario de dicha transacción fraudulenta resultó ser un "ganador" o un "perdedor neto", es decir, si recibió más o menos de lo que invirtió con la empresa. Si recibió menos de lo que invirtió, es poco probable que el administrador de bancarrotas interponga un recurso de impugnación. En este sentido, para que el administrador decida interponer una demanda de impugnación o una acción para la recuperación de capital, el inversor o el beneficiario de la transferencia fraudulenta debe haberse beneficiado claramente de algún modo⁶⁸⁰. En la mayoría de los casos, los administradores buscarán indicios que los ayuden a determinar si hubo la intención de defraudar objetivamente. En este sentido, el administrador se fijará en los hechos o circunstancias particulares de cada caso, como la falta de buena fe en las actuaciones o la intención de defraudar, de manera que la conducta del destinatario de la transferencia sea clara y pueda ser recuperada. Si esto es así, es más probable que el administrador de bancarrota interponga una demanda de impugnación para la recuperación del monto transferido.

⁶⁷⁹ Rattner, M. (2001). *The Statute of Limitations Under the Uniform Fraudulent Transfer Act: New Jersey's View*. The Banking Law Journal. Descargado de <http://riker.com/publications/the-statute-of-limitations-under-the-uniform-fraudulent-transfer-act-nj-vie>.

⁶⁸⁰ Por otra parte, los tribunales tienen en cuenta si la admisión de una demanda de impugnación crearía una "dificultad extraordinaria e indebida" para la persona demandada. Además, el administrador tendrá en cuenta, entre otras cosas, la cantidad que se pretende recuperar y los hechos concretos que acontecieron, así como las consecuencias sobre las circunstancias personales que supondrá dicha demanda para el cliente en concreto.

Por otra parte, estos beneficiarios pueden tener un argumento válido, por ejemplo una defensa con amparo legal. Es por ello que el administrador, antes de interponer la demanda deberá analizar los acontecimientos que rodearon la transacción, caso por caso⁶⁸¹. En este sentido, el administrador podrá interrogar a las personas involucradas personalmente para averiguar si existen otros hechos particulares o circunstancias que el administrador debería tener en cuenta al determinar si procede iniciar una demanda contra el receptor de los fondos ilegales. Podemos resaltar que, este tipo de averiguaciones sirven de ayuda, por ejemplo, para las organizaciones sin ánimo de lucro defraudadas, ya que estas pueden ser capaces de probar que la demanda o la impugnación les crearán unas dificultades “extremas e indebidas”, haciendo que dicha impugnación no proceda⁶⁸². En estos casos, el administrador deberá dejar claro que cualquier declaración o conversación que tenga con dicho beneficiario no lo eximirá de responsabilidad alguna, ya que el administrador está obligado a informar a todas las personas afectadas que se trata de discusiones que no crean ningún acuerdo vinculante para el administrador, ni le obligan a presentar una demanda de impugnación en un caso particular. Es decir, que dichas conversaciones no pueden ser utilizadas en modo alguno como defensa para evitar una demanda o reclamación⁶⁸³.

Lo cierto es que, mediante la presentación de una demanda de impugnación y la apertura de un proceso de recuperación de capital, los inversores se ven sometidos a un gran escrutinio por parte del tribunal de bancarrota. Es importante destacar que,

⁶⁸¹ En la mayoría de los casos, el administrador contactará con aquellas personas que fuesen notificadas de una posible demanda de impugnación para esclarecer los hechos, siempre que ambas partes tengan la voluntad de investigar y esclarecer los hechos. En la mayoría de los casos el administrador no presentará ninguna demanda hasta no estar seguro de que procederá debidamente.

⁶⁸² NonProfit Quarterly (2012, 17 de abril). Should Charities Be Protected from the Claws of Fraudulent Transfer Laws? Descargado de <https://nonprofitquarterly.org/2012/04/17/should-charities-be-protected-from-the-claws-of-fraudulent-transfer-laws/>. Cabe indicar que las organizaciones sin ánimo de lucro se han visto especialmente afectadas por varias estafas de tipo piramidal. El caso más significativo es el de organizaciones que invirtieron con Bernard Madoff y perdieron la casi totalidad de sus activos. Fue el caso de la fundación *Elie Wiesel Foundation for Humanity*. Las organizaciones sin ánimo de lucro han registrado un descenso empresarial en el número de donaciones, tanto por los que donaron anteriormente que fueron defraudados como porque algunos los donantes están perdiendo la confianza en la capacidad de las organizaciones sin ánimo de lucro para llevar a cabo adecuadas inversiones.

⁶⁸³ Maglich, J. (2012, 20 de diciembre). Meet the Madoff Victims that Profited from Their Investment. *Forbes*. Descargado de <http://www.forbes.com/sites/jordanmaglich/2012/12/20/meet-the-madoff-victims-that-profited-from-their-investment/>.

En el caso Madoff, el Administrador Picard se refirió a estos procedimientos y explicó que estas instancias no eliminan la necesidad de contratar a un abogado que puedan representarlos y que puedan ofrecer más información a los inversores que no tenían motivo alguno para sospechar que estaban siendo defraudados y obtuvieron menos beneficios del sistema Ponzi de lo que invirtieron.

aquellos inversores/acreedores que decidan a su vez interponer demandas para la recuperación de capital a través de un proceso judicial no tendrán la posibilidad de recibir una distribución de fondos de la SIPC hasta que se haya resuelto el proceso de recuperación. Por otro lado, otros inversores podrían decidir no presentar una demanda para maximizar las devoluciones de acuerdo a las normas sobre impuestos que rigen las pérdidas en caso de robo⁶⁸⁴. A este respecto, en virtud de las directrices y las nuevas normas fiscales respectivamente, algunas de las víctimas defraudadas podrán recuperar una parte de sus pérdidas mediante beneficios fiscales. Sin embargo, se ha de tener igualmente en cuenta que los inversores que resultaron ser “ganadores netos” no podrán presentar ninguna reclamación, ya que estos obtuvieron más dinero en efectivo del que el aportaron al esquema Ponzi. Por último, otros inversores no querrán presentar reclamaciones por simples motivos de privacidad o porque se les pasó por alto la fecha límite para la presentación de la demanda.

9.2.4.1.1 Presunciones de Fraudes en los Casos Piramidales Ponzi

Como mencionamos anteriormente, para poder interponer una demanda de impugnación de una transferencia en un caso piramidal Ponzi, el administrador de bancarrota podrá utilizar la teoría del fraude real o del fraude constructivo contra el operador de dicho esquema piramidal. En cualquiera de los dos casos, el administrador deberá demostrar que dichas transferencias se realizaron con la intención de retrasar o defraudar a los acreedores del deudor. La teoría del fraude real establece que el administrador de bancarrota debe de determinar la existencia de una intención objetiva de defraudar.

Los tribunales, por su parte, han tenido algunos problemas al interpretar qué se entiende o cuáles son los factores que determinan la existencia de tal intención. Hablamos concretamente de los requisitos establecidos para demostrar que existe la “*intención real de obstaculizar, retrasar o defraudar a los acreedores*”. En general, la elección de realizar una transferencia a un acreedor determinado es insuficiente para determinar que existe dicha intención. Si bien este hecho puede ser significativo, no

⁶⁸⁴ Las disposiciones fiscales disponen que “las inversiones cualificadas” para efectos del cálculo del importe de una pérdida por robo se basan en la posición neta del inversor. I.R.S. REV. PROC. 2009-20 artículo 4.06 (1)(a)-(b)

se trata de un factor determinante. Sin embargo, los tribunales sí han determinado que existe la intención objetiva de defraudar cuando⁶⁸⁵:

- Un administrador es capaz de probar, de forma clara, que existió la intención de obstaculizar o defraudar a los acreedores;
- Se puede demostrar que dicha intención existió en el momento de realizar la transferencia; y
- Se determinó la existencia de motivación subjetiva de defraudar⁶⁸⁶.

Es fundamental ante todo recalcar el hecho de que en los casos piramidales Ponzi la intención real del operador se infiere por el simple hecho que este estaba llevando a cabo el fraude. En este sentido, la mera existencia del acto fraudulento es suficiente para establecer la intención de obstaculizar, retrasar o defraudar a los operadores; esto es lo que se conoce como la “presunción Ponzi”⁶⁸⁷. Se trata de una herramienta poderosa, dado que elimina la necesidad de demostrar la intención del operador para centrarse en una serie de indicios de fraude basadas en pruebas circunstanciales. El razonamiento utilizado por los tribunales para determinar dicha presunción viene perfectamente descrito en el caso *Merrill v. Abbott*⁶⁸⁸, donde el tribunal explica:

“Podemos inferir la intención de defraudar por el mero hecho de que el deudor llevaba a cabo un sistema piramidal Ponzi. De hecho no existe otra posible inferencia. El fraude Ponzi no puede durar toda la vida. El operador debe saber que se trata de un sistema de fondos limitados que se agotarán más tarde o más temprano cuando no aparezcan nuevos inversores. Sin embargo, el operador continúa realizando pagos y transferencias a los inversores, que por su propia definición, sirven para atraer nuevos inversores. Por tanto, el operador debe saber por la propia naturaleza del fraude que los últimos inversores perderán su dinero. Dicho conocimiento constituye a los ojos de la ley suficiente certeza para concluir que existe una intención real de defraudar. Por eso se dice que la presunción es con arreglo a derecho”.

⁶⁸⁵ En este caso, la ley estatal de Nueva York, por ejemplo, establece en el caso *Dreier* que el Administrador no tendrá que demostrar que el beneficiario de dicha transferencia tenía intención de defraudar sino que se centra en la intención del operador.

⁶⁸⁶ No es necesario probar que existió dolo.

⁶⁸⁷ Véase supra nota 665.

⁶⁸⁸ *Merrill v. Abbott (In re Independent Clearing House Co.)*, 77 B.R. 843 (D. Utah 1987).

Sin embargo, no todos los tribunales aplican esta presunción a todas las transferencias y pagos realizados por el deudor. Por ejemplo, el Tribunal del Distrito Central de Florida, en el caso *Kapila v. Phillips Buick Pontiac-GMC Truck, Inc.*⁶⁸⁹ entendió que esta presunción sólo aplica a los pagos y transferencias que sirven para llevar a cabo el sistema piramidal Ponzi. La razón, explica el tribunal, es clara “*un juez sólo puede inferir la intención de defraudar cuando el administrador ha demostrado que dichos pagos sirvieron para perpetuar o continuar dicho fraude*”. En la sentencia *Kapila*, el tribunal apuntó que no tiene sentido la aplicación de dicha presunción cuando los pagos o transferencias no están para nada relacionados con la gestión de un fraude Ponzi.

Otra de las presunciones que existe en los casos piramidales Ponzi es la presunción de fraude de los intermediarios financieros que ayudan a perpetuar un fraude Ponzi. A este respecto, los tribunales han entendido que cuando se prueba la intención del deudor de obstaculizar, retrasar o defraudar a los acreedores, naturalmente se podrá inferir que los intermediarios financieros tenían las mismas intenciones de fraude en sus esfuerzos por comercializar dicho fraude.

En el caso Madoff, como veremos a continuación, esta presunción fue reconocida por el tribunal, que además anotaba lo siguiente:

*“Si bien entendemos que hay ciertas operaciones que están tan poco relacionadas con el fraude piramidal y que en dichos casos dicha presunción no debería ser aplicada, las retiradas de beneficios ficticios que sirvieron para mantener o perpetuar dicho fraude deben presumirse fraudulentas. Así como las comisiones iniciales que claramente sirvieron para cubrir el funcionamiento de dicho fraude y premiar a un individuo concreto por encontrar nuevos inversores”*⁶⁹⁰.

Además, cuando un operador Ponzi realice generosos regalos a sus familiares y amigos o contribuciones caritativas importantes, a este tipo de acciones también se aplica la presunción de fraude. En el caso *Liebersohn v. Campus Crusade for Christ, Inc.*⁶⁹¹ el tribunal decidió que si bien la organización caritativa que recibió dinero no

⁶⁸⁹ *Kapila v. Phillips Buick- Pontiac-GMC Truck, Inc. (In re ATM Financial Services, LLC)*, Bankr. LEXIS 2394 (Bankr. M.D. Fla. June 24, 2011).

⁶⁹⁰ Véase el texto completo de la sentencia en <http://www.justice.gov/sites/default/files/usao-sdny/legacy/2012/12/21/cckfmads.pdf>.

⁶⁹¹ *Liebersohn v. Campus Crusade for Christ, Inc. (In re C.F. Foods, L.P.)*, 280 B.R. 103 (Bankr. E.D. Pa. 2002).

podía considerarse como un inversor, el deudor Ponzi debió saber que el dinero del sistema Ponzi se acabaría por terminar y que el dinero que donaba a este tipo de organizaciones contribuiría al colapso de la estratagema, de manera que el hecho de que este conocía que los futuros inversores no recibirían dinero alguno constituye suficiente prueba como para establecer una intención real de defraudarlos.

Igualmente, en el caso *Hetch v. Malvern Preparatory School*⁶⁹², el administrador judicial argumentó que las transacciones realizadas por el deudor Ponzi funcionaban como un sistema piramidal y que por ello todas las contribuciones realizadas por este o por sus colaboradores se presumen que tuvieron la intención de defraudar. Según el tribunal, el administrador judicial no estaba obligado a probar la falta de buena fe de los demandados. Lo mismo ocurrió en el caso *Hays v. Jimmy Swaggart Ministries*⁶⁹³. Inclusive, en el caso *Scholes v. African Enterprise, Inc.*⁶⁹⁴, el tribunal determinó que las alegaciones expuestas por el administrador judicial eran suficientes para denegar la moción de desestimación de la demanda. El tribunal no aceptó el argumento de los demandados que debe existir un acreedor anterior para poder impugnar la transferencia de bienes. En este caso, el tribunal hizo uso de la excepción a la regla general de que una transferencia realizada de manera voluntaria puede ser impugnada a petición de los acreedores posteriores si se demuestra que existe intención de defraudar⁶⁹⁵.

9.2.4.1.2 Dificultades Para Establecer la Presunción de Defraudar

Si los tribunales determinan que existió un sistema Ponzi desde el inicio, no hay necesidad de probar nada más para presumir la intención de defraudar de acuerdo a lo establecido en la sección 548(a)(1)(A) del Título 11 de Bancarrota. Sin embargo, la práctica es más complicada que todo esto. A menudo, es difícil diferenciar entre un negocio legítimo que se ha extendido demasiado y está moviendo dinero entre los inversores y un negocio cuyo operador aceptó fondos a sabiendas que jamás podría devolverlos. En estos casos en los que no resulta evidente si el negocio era un sistema piramidal, la presunción no se aplicaría y el demandante debe demostrar que

⁶⁹² *Hecht v. Malvern Preparatory School*, 716 F. Supp. 2d 395 (E.D. Pa. 2010).

⁶⁹³ *Hays v. Jimmy Swaggart Ministries*, 263 B.R. 203, 212 (M.D. La. 1999).

⁶⁹⁴ *Scholes v. African Enterprise, Inc.*, 854 F.Supp. 1315 (N.D.Ill. 1994).

⁶⁹⁵ *Id.*

el deudor estaba involucrado en dicho fraude.

Por otro lado, si el deudor lleva a cabo negocios legítimos y actividades de tipo piramidal, o si la naturaleza del negocio cambió con el tiempo, la presunción puede ser realmente difícil de establecer. En el caso *Barber v. Union National Bank*, el tribunal determinó que el hecho de que se llevaban a cabo fraude de cheques junto con otras actividades legítimas no era suficiente para determinar y presumir una intención fraudulenta. Asimismo, en *Brandt v. American National Bank*⁶⁹⁶, el tribunal entendió que en estos casos de doble actividad legal e ilegal la presunción de fraude no está presente y debe demostrarse de acuerdo a la norma 9(b). Todo lo contrario ocurrió en el caso *Agricultural Research*⁶⁹⁷, donde los tribunales entendieron que las actividades llevadas a cabo legítimamente no podrían haberse llevado a cabo sin la ayuda de los beneficiarios Ponzi.

Otro aspecto fundamental para la aplicación de la presunción de defraudar, es la determinación del momento en el que la actividad Ponzi comenzó, dado que esta coadyuvará a establecer la validez y la intención del deudor. Sin embargo, sólo un caso se ha referido a este tema. En *Stanziale v. Sutton*⁶⁹⁸, el tribunal explicó que el demandado tenía derecho a ser interrogado sobre el motivo para la operación de un sistema piramidal y sobre el momento en el que este comenzó.

9.2.4.1.3 La Demanda de Impugnación y los Posibles Argumentos de Defensa

En una demanda de impugnación, un administrador de bancarrota podrá utilizar las teorías de fraude real o fraude constructivo contra el operador del sistema Ponzi. Para demostrar que existe fraude constructivo, el administrador deberá probar que las transferencias se hicieron por un valor menor al razonable, y que dichas transferencias dejaron al deudor con fondos insuficientes; mientras que, en los casos de fraude real⁶⁹⁹, el administrador debe demostrar que las transferencias se hicieron por menos de un valor equivalente al razonable, además de que se realizaron con la

⁶⁹⁶ *Brandt v. American Nat'l Bank & Trust Co. of Chicago (In re Foos)*, 188 B.R. 239 (Bank. N.D. Ill. 1995).

⁶⁹⁷ *In re Agricultural Research and Technology Group, Inc.*, 916 F.2d 528 (9th Cir. 1990).

⁶⁹⁸ *Stanziale v. Sutton (In re Dwek)*, 2011 Bankr. LEXIS 223 (Bankr. D.N.J. 2011).

⁶⁹⁹ Se da en los casos en que la intención de defraudar se encuentra expresamente establecida.

intención real de obstaculizar, retrasar o defraudar a los acreedores del deudor⁷⁰⁰. Esta teoría permite que el administrador pueda recuperar todos los fondos transferidos del operador Ponzi al tercero, es decir, tanto el principal como los beneficios ficticios. Sin embargo, cabe indicar que en estos supuestos, el tercero que se benefició con dichas transacciones dentro del sistema Ponzi puede alegar buena fe para evitar devolver el capital principal.

De esta manera, de acuerdo a la sección 548(c) del Código de Bancarrota, para la defensa basada en la teoría de fraude real, se presenta una demanda de impugnación basada en el argumento de buena fe, que afecte tanto a los beneficios como al capital de la inversión inicial. De acuerdo a dicho artículo⁷⁰¹:

“El acreedor beneficiario de tal transferencia u obligación que toma la propiedad por un valor razonable y de buena fe tiene una carga sobre la propiedad o puede retener un interés sobre el capital transferido, o puede exigir que se cumpla cualquier obligación contraída en la medida en que el acreedor beneficiario le diese un nuevo valor al deudor a cambio de dicha transferencia u obligación”.

Esto quiere decir, que el inversor debe probar que “le dio un valor razonable a las transferencias recibidas del deudor” y “que recibió las transferencias de buena fe”. Si no demuestra buena fe, el administrador podrá demandar e impugnar todas las cantidades recibidas por este proveniente del deudor⁷⁰². Esta definición es bastante intuitiva, ya que de acuerdo a este artículo, “valor” significa satisfacción o garantía de una deuda actual o anterior del deudor⁷⁰³. Por otro lado, debemos resaltar que el argumento basado en la buena fe es difícil de establecer, dado que la norma no exige la existencia de claros indicios de fraude. Más bien, no existiría buena fe cuando meros indicios pongan al inversor en sobre aviso de la existencia de un posible fraude.

Asimismo, cabe resaltar que, un ámbito donde las demandas de impugnación no suelen tener éxito es en el contexto de la devolución de las inversiones o los pagos de un préstamo realizado por los acreedores. A este respecto, es importante mencionar, que la presunción de fraude Ponzi solo se aplica a los pagos que se

⁷⁰⁰ *Unleashed Innovations, Inc. v. Deltic Timber Corp.*, 82 Fed. Appx. 496 (8th Cir. 2003).

⁷⁰¹ Véase supra nota 673.

⁷⁰² La definición de “valor” la podemos encontrar en el artículo 548 del Código de Bancarrota

⁷⁰³ Maffei, M. (2009). *A Prime Brokers Good Faith Defense to Fraudulent Transfers*. St. John's Bankruptcy Research Library. Descargado de <http://www.stjohns.edu/sites/default/files/documents/law/bankruptcy/bank-research2009-no-22.pdf>.

utilizan para extender y perpetuar dicho fraude. Además, de acuerdo a la interpretación de los tribunales estadounidenses, cuando se otorga un préstamo basándose en documentos financieros falsificados, estos préstamos no pueden entenderse como parte de un sistema piramidal puesto que no se tratan de operaciones de inversión.

A modo de conclusión, podemos indicar que uno de los reproches a la actual normativa es que, si bien es relativamente común sobrepasar la defensa de buena fe, a veces esta solo representa una victoria marginal para un administrador que busca acumular el máximo posible de las propiedades del deudor. En otros casos, la defensa de buena fe impide que los fondos se conviertan en parte del patrimonio de bancarrota y priva a demás inversores de recuperar suficientes fondos. Como un Tribunal Federal de Bancarrota describe la situación, la lucha por la recuperación y restitución de los fondos invertidos se vuelve peor por las luchas y las frustraciones entre acreedores y deudores. En el caso *Omegas Group*⁷⁰⁴, el juez del caso define esta situación con la siguiente metáfora:

“La situación de liquidación y reparto de los activos del patrimonio del deudor se asimila a una situación en la que los clientes de un restaurante no sólo odian la comida que se está sirviendo, sino que además creen que las porciones son demasiado pequeñas. Tampoco les gusta tener que esperar en la cola para coger una mesa, y resulta que acaban de descubrir que después de esperar 10 minutos sentados la cocina estaba cerrada. El tribunal de bancarrota se parece un poco a un comedor de beneficencia, en el que se están distribuyendo porciones a aquellos que están en el comedor sin gustarle la comida que sirven y aguardando en la cola. En esta situación el hambre de los acreedores hace que estos utilicen su ingenio y astucia para obtener un poco más que el compañero que viene detrás”.

De esta manera, podemos concluir que, por desgracia, el sistema produce víctimas, quienes por lo general son individuos inocentes que dependían de la buena fe del operador Ponzi, y que, a diferencia de los clientes hambrientos en el comedor, no tienen la opción de irse a ningún otro restaurante para solicitar a un segundo plato más de comida o una porción más generosa.

⁷⁰⁴ *XL/Datacomp, Inc. v. Wilson (In re Omegas Group, Inc.)*, 16 F.3d 1443, 1445 (6th Cir. 1994).

9.2.4.2 Demanda por Acción Preferencial

Otra vía para poder recuperar parte del dinero a través del administrador de bancarrota está recogida en la sección 547 del Título 11 del mismo código⁷⁰⁵, y se conoce como acción preferencial. Dicha sección dispone que un administrador puede *“anular cualquier transferencia de intereses sobre un bien procedente de un deudor dentro de los noventa días anteriores a la presentación de caso de bancarrota del deudor”*⁷⁰⁶. Estas transferencias, en virtud del Código de Bancarrota, deben haber sido hechas:

1. Para o en beneficio de un acreedor;
2. Por una deuda anterior;
3. Mientras que el deudor era insolvente; y
4. De manera que permita al acreedor recibir más de lo que hubiera recibido si la transferencia no se hubiera llevado a cabo.

Una ventaja para presentar una demanda como esta es que el administrador puede recuperar de las inversiones tanto los principales invertidos como los beneficios obtenidos de forma ilegal, sin importar si el tercero plantea una defensa de buena fe objetiva o subjetiva. Dado que los argumentos de buena fe antes mencionados están disponibles en los casos de transferencias fraudulentas, y no en demandas de transferencias con preferencias, éstas últimas podrían dar lugar a expectativas de rentabilidad más elevada para los últimos inversores.

Como uno de los principales tratados en materia de bancarrota explica⁷⁰⁷:

“La acción de preferencia hace que se reproduzca un período anterior a la declaración de bancarrota con el fin de nivelar el tratamiento general recibido a acreedores similares. Esto no implica que las transferencias realizadas fuesen ilegales o inmorales. Lo que se busca es evitar que la posible declaración de bancarrota tenga un efecto contrario a los

⁷⁰⁵ Véase el texto completo de la sección 547 del Título 11 U.S.C. en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/547>.

⁷⁰⁶ Este plazo puede ser extendido a un año, en caso la presentación del caso de bancarrota es presentado por una persona relacionada de la respectiva empresa en bancarrota.

⁷⁰⁷ Epstein, D., Nickles, S. y White, J. (1993). *Bankruptcy*. West.

principios de la ley de bancarrota en cuanto a los efectos económicos esperados en una distribución de activos o de la renta.”

Sin embargo, las defensas invocadas con mayor frecuencia para contrarrestar estas demandas de impugnación bajo la sección 547 se fundamentan en que las transferencias se realizaron en el curso ordinario de los negocios o que el destinatario le dio un nuevo valor después de realizada la transferencia, de acuerdo a lo establecido en el Código de Bancarrota. Si la transferencia se realizó durante el curso ordinario de operaciones comerciales o si fue realizada conforme a los términos comerciales ordinarios, el Código de Bancarrota nos dice que la transferencia no será impugnada. El argumento de haber aportado un “nuevo valor” o darle “valor añadido” está recogido en la sección 547(c)(4) del Código de Bancarrota⁷⁰⁸. Las respectivas dinámicas son muy similares a las defensas planteadas ante una demanda de impugnación de acuerdo a la sección 548 del mismo código.

Para recapitular, tanto las demandas por acción preferencial bajo la sección 547 del Código de Bancarrota como las demandas de impugnación de transferencias fraudulentas bajo la sección 548 del mismo código tienen el mismo objetivo: maximizar la distribución de los activos del deudor a favor de los acreedores. Sin embargo, una importante diferencia entre ambas secciones es que los elementos de la sección 547 no son subjetivos, por lo que no se requiere demostrar que existe una intención de engañar, o la existencia de un fraude; mientras que los elementos de la sección 548 sí son subjetivos, ya que se basan, por ejemplo, en que si el deudor recibió un valor equivalente o razonable, o en que si existió una intención real, entre otros, de engañar o defraudar a los acreedores.

9.2.5 La Falta de Responsabilidad de la SEC

De acuerdo con las leyes estadounidenses, los acreedores en un proceso de bancarrota solo pueden ir detrás del infractor inicial, es decir del operador Ponzi, para recuperar sus inversiones. Existe además la posibilidad de recuperar anticipadamente el capital invertido a través de un seguro establecido para los casos de responsabilidad de los operadores de bolsa y los intermediarios financieros. Sin embargo, a menudo, en los casos piramidales, una vez que el administrador ha

⁷⁰⁸ Véase supra nota 705.

recuperado todo lo que se podía recuperar a través de las denuncias por fraude, la víctima Ponzi tiene que buscar otros culpables para poder recuperar su dinero porque, por lo general, la restitución de la víctima en este punto está lejos de haber concluido y es todavía muy insatisfactoria. No existen, sin embargo, en teoría, otras fuentes de las que la víctima podría recuperar su dinero.

Por ello, hoy en día son numerosas las personas que exigen la responsabilidad de los órganos gubernamentales encargados de la supervisión financiera. En este sentido, se ha argumentado que si la pirámide Ponzi llegase a estafar a las masas como producto de la negligencia en la supervisión del sistema financiero, estos órganos deberán ser responsables⁷⁰⁹ y no ampararse en normas como el principio de inmunidad soberana establecida en la Undécima Enmienda de la Constitución de los Estados Unidos, o de la exención de responsabilidad en la aplicación de la función discrecional establecida en la Ley Federal de Responsabilidad Extracontractual (*Federal Tort Claims Act* o FTCA por sus siglas en inglés). Al respecto, somos de la opinión de que no debería aplicarse dicha exención para casos extraordinarios y alarmantes de fraude público, puesto que, aún cuando reconocemos que los organismos gubernamentales tienen recursos limitados, por lo que deben priorizar los casos y proceder a su investigación según su discrecionalidad, muchas veces estos organismos no llevan a cabo fielmente su obligación esencial de fiscalización y no han conseguido controlar y desenmascarar a los estafadores conforme al mandato que se les ha conferido. En este sentido, son bastantes los que entienden que la SEC debiera ser considerada como una parte interesada e indirectamente involucrada en un fraude piramidal Ponzi, y que debiera existir un régimen de responsabilidad indirecta por la actitud pasiva ante el descalabro del sistema.

La realidad dista mucho de esta propuesta, pues, durante las últimas décadas, la SEC no ha cumplido correctamente con su función supervisora y como resultado se han producido grandes estafas que han afectado a miles de inversores. Sin embargo, tanto los Tribunales estadounidenses como, en particular, los defensores de la SEC, entienden que no le corresponde a dicha agencia la indemnización de las víctimas de estafas piramidales, argumentando que sería injusto y, más importante aún, no factible como cuestión de orden público, imponer a la Comisión de Valores e Intercambios la obligación de compensar adecuadamente a cada una de las víctimas

⁷⁰⁹ Véase supra nota 665.

de un sistema Ponzi.

9.2.6 Los Principales Casos de Fraude Ponzi en Estados Unidos

9.2.6.1 El Caso Bennett

El primer caso que analizaremos y que servirá de ejemplo para el análisis de otros fraudes piramidales Ponzi acontecidos en Estados Unidos es el caso *Bennett*⁷¹⁰. En *Re Bennett Funding Group*⁷¹¹ la trama consistió en el arrendamiento de material de oficina y en la venta de diversos intereses de los contratos de arrendamiento a los inversores. En la década de 1990, la compañía vendió más de 2.130 millones de dólares en títulos valores no registrados y resultaron defraudados más de 12.000 acreedores, además de 200 bancos y otras entidades financieras. Como resultado, se generó una deuda de más de 1.000 millones de dólares⁷¹². Si bien cabe decir que la recuperación en *Bennet* fue una de las más exitosas en la historia de los casos Ponzi, puesto que los acreedores garantizados recuperaron el 58% de su inversión inicial, mientras que los acreedores no garantizados recuperaron el 46% de su inversión inicial⁷¹³. Como veremos más adelante, es recurrente en los casos Ponzi que miles de inversores pierdan la mayoría de sus inversiones y queden indefensos ante la imposibilidad de interponer recursos para la recuperación de su capital. Y es que en estos casos, la recuperación del dinero invertido rara vez asciende a la restitución del valor de la inversión.

En el caso *Bennett*, a lo largo de varios años, el administrador encargado de la liquidación presentó más de 10.000 demandas para recuperar los pagos de los inversores que habían sido defraudados y fueron capaces de recuperarse cerca de 752,3 millones de dólares, los cuales se distribuyeron entre los acreedores garantizados y no garantizados⁷¹⁴. A pesar de los esfuerzos relativamente exitosos

⁷¹⁰ Este caso sirve de modelo de análisis y es especialmente relevante respecto a los recursos que los inversores defraudados pueden presentar es un caso Ponzi.

⁷¹¹ *Re Bennett*, 213 B.R. 227 (Bankr). N.D.N.Y. (1997).

⁷¹² *Id.*

⁷¹³ Hannagan, C. (2009, 3 de marzo). Bennett Funding Bankruptcy Finally Over. *syracuse.com*. Descargado de http://www.syracuse.com/news/index.ssf/2009/03/bennett_funding_bankruptcy_fin.html

⁷¹⁴ *Id.*

de los administradores, la recuperación fue minúscula en relación con las deudas causadas por el operador de la pirámide Ponzi⁷¹⁵.

9.2.6.2 La Historia de Un Operador Ponzi Llamado Bernard Madoff

Bernard Madoff fue un empresario estadounidense dueño de la empresa de inversión *Bernard L. Madoff Investment Securities LLC* (BLMIS), con sede en Nueva York, que logró llevar a cabo el fraude piramidal Ponzi más grande en la historia de los mercados financieros de los Estados Unidos. Los juicios sobre este caso de fraude piramidal se han sucedido hasta el 2015 y tuvieron lugar en los tribunales de distritos federales de bancarrota norteamericanos. Los inversores defraudados lucharon incesantemente por recuperar el dinero invertido con Madoff⁷¹⁶.

Bernard Madoff nació el 29 de abril de 1938 en Queens, Nueva York. Nacido de una familia judía, sus abuelos llegaron a los Estados Unidos de Polonia, Rumanía y Austria. Su padre Ralph Madoff trabajó como fontanero justo antes de convertirse en un agente de bolsa e iniciar así una tradición empresarial y una pasión por los mercados de valores en la familia. Madoff asistió a la Universidad de Alabama durante un año. En Alabama inició sus estudios en Ciencias Políticas y un año más tarde hizo su traslado de estudios a la Universidad de Hofstra en la ciudad de Hempstead, a 25 kilómetros de la ciudad de Nueva York, en donde se graduó. Posteriormente, Madoff estudió un año en la facultad de derecho de Brooklyn donde no llegó a terminar sus estudios⁷¹⁷.

En 1959, Bernard Madoff se casó con Ruth Alpern, una empresaria judía que se graduó de Queens College y trabajó en el mercado de valores en el barrio de Manhattan, en la ciudad de Nueva York. Cuando Madoff inició sus primeros negocios de inversiones, su esposa Ruth le ayudó en la firma creada por Bernard Madoff, BLMIS. Juntos crearían además la fundación de caridad Madoff. Otros miembros de

⁷¹⁵ Esto demuestra una vez más que los ganadores normalmente son los primeros inversores que recibieron importantes sumas de dinero, si bien ilegal, que pertenece en gran parte al principal invertido por los inversores posteriores. Los perdedores, obviamente, son normalmente los inversores finales de la pirámide, ya que nunca recibirán ningún beneficio. Debido a que el resultado final es la insolvencia, el operador de la pirámide Ponzi finalmente se convierte en un deudor de los inversores, es decir, los acreedores a los que defraudó.

⁷¹⁶ The Madoff Recovery Initiative (2015). *News and Developments*. Descargado de <http://www.madofftrustee.com/news-07.html>

⁷¹⁷ Biography.com (2015). *Bernard Madoff Biography (1938-)*. Descargado de <http://www.biography.com/people/bernard-madoff-466366>.

la familia también trabajarían en la mencionada firma de corretaje de bolsa, creación de mercado y asesoría de inversiones. Este es el caso del hermano menor de Bernard Madoff, Peter, un abogado que Bernard nombró como director gerente de la firma de Madoff. La hija de Peter y sobrina de Madoff, Shana, también abogada de profesión, trabajó como asesora en BLMIS, y sus hijos trabajaron igualmente, en el departamento de negociación y comercialización de títulos valores.

El centro de negocios de Madoff estaba situado en el prestigioso barrio conocido como Upper East Side de Manhattan. De acuerdo a datos públicos recogidos, a 13 de marzo de 2009, el patrimonio privado de Bernard y Ruth Madoff estaba valorado en 126 millones de dólares. A esto tenemos que añadir unos 700 millones de dólares en los que estaba valorada la empresa BLMIS, así como los títulos valores que ambos poseían, por el monto de 45 millones de dólares, el dinero en efectivo era más de 17 millones de dólares, además de la mitad de la propiedad de la empresa *BLM Air Charter* valorada en 12 millones de dólares, un yate Leopard de 7 millones de dólares, y un conjunto de joyas valorado en 2 millones de dólares. En propiedades, los Madoff tenían un apartamento en Manhattan cuyo valor ascendía a 7 millones de dólares, una casa en East Hampton, Nueva York de 3 millones de dólares, una casa en Palm Beach, Florida de 11 millones de dólares, y una casa en Francia de 1 millón de dólares, además de objetos personales valorados en 9.9 millones de dólares⁷¹⁸.

En lo personal, Bernard Madoff fue un judío filántropo que trabajó en varios comités ejecutivos y asociaciones sin ánimo de lucro⁷¹⁹. Curiosamente, este tipo de asociaciones fueron las que más se vieron afectadas por los fraudes cometidos por el empresario neoyorkino. En 1960 fundó la firma financiera de inversiones BLMIS, de la que fue el único dueño y presidente ejecutivo hasta su detención en diciembre de 2008. Esta empresa, que se constituyó como una empresa de corretaje de bolsa y creadora de mercado de acciones norteamericanas, comenzó sus operaciones con 5.000 dólares que el propio Madoff había ganado trabajando como guardacostas. Su negocio contó con la gran ayuda de su suegro, Saúl Alpern, quien recomendó a su círculo de amigos y familias judías que invirtiesen su dinero con Bernard Madoff. Al

⁷¹⁸ Neumeister, L. (2009, 14 de marzo). Madoff, Wife's Assets Total Nearly \$1 Billion. *SFGate*. Descargado de <http://www.sfgate.com/news/article/Madoff-wife-s-assets-total-nearly-1-billion-3247969.php>

⁷¹⁹ Estas asociaciones, fundamentalmente las caridades y las fundaciones, sufrieron el colapso y la disminución de sus activos personales y de los negocios y se vieron muy afectadas por el fraude.

principio, BLMIS sólo se dedicaba a la negociación de títulos valores de poco valor comúnmente conocidas como “*pink sheets*”⁷²⁰. Cabe indicar que la mayoría del personal que trabajaba en esta empresa era contratada directamente por Madoff, y era él personalmente quien gestionaba las operaciones financieras y los fondos de cobertura de riesgo (*hedge funds*) para importantes empresas como *Fairfield Sentry*, *Kingate* u *Optimal* (Grupo Banco Santander)⁷²¹.

Fueron bastantes los que decidieron invertir en la empresa BLMIS atraídos no solo por la incesante actividad filantrópica que dicho empresario llevaba a cabo, sino también por el prestigio que se había ganado Madoff en el transcurso del tiempo. Este había sido un miembro activo de la NASD, una prestigiosa organización autorreguladora de la industria de activos financieros norteamericana formada por corredores de bolsas y agentes; inclusive, llegó a ser el jefe de la bolsa conocida como *NASDAQ*. Parte de su reputación la ganó gracias a la brillante carrera que las personas cercanas a él decían que tenía; por otro lado, la autorización de la SEC y la “venia” de otras instituciones financieras autorreguladoras para con BLMIS⁷²² en relación con la operación en valores generó la confianza necesaria para que los inversores entregasen ingentes cantidades de dinero, sin conocer mucho sobre sus actividades.

Para poder competir con las empresas que eran miembros de la Bolsa de Nueva York, Bernard Madoff creó una innovadora tecnología de intercambio de información a través de la cual los ordenadores podían difundir las cotizaciones en los mercados extrabursátiles, que se convertiría más tarde en el sistema utilizado por el índice *NASDAQ*. Esta tecnología ayudó a que el volumen de negocios de BLMIS fuera creciendo hasta llegar inclusive a sobrepasar el volumen alcanzado por las firmas de intercambio de valores especializadas, ejecutando directamente órdenes de valores extrabursátiles para corredores de bolsa “al por menor”. Ciertamente,

⁷²⁰ El término “*pink sheets*” se refiere a aquellos instrumentos financieros que no cumplen con los requisitos mínimos para listarlos en la SEC. Así, estos valores se negocian fuera de los mecanismos centralizados de negociación (por ejemplo bolsas de valores).

⁷²¹ Madoff mantenía las operaciones del negocio de inversión separadas, fuera de la regulación de valores. Las inversiones privadas como fondos de cobertura de riesgo se encontraban reguladas al mínimo, y Madoff realizaba negocios privados de inversión evitando la mayor parte de esta regulación. Recién en 2006, la SEC le ordenó a Madoff que se registrase como asesor financiero en relación con dichas transacciones.

⁷²² BLMIS estaba correctamente registrada y autorizada por la agencia autorreguladora FINRA de los Estados Unidos encargada del registro de corredores de bolsa y agentes, y conectada con la SEC para el control de estos operadores de mercado.

BLMIS logró éxitos históricos en los resultados de la gestión de los fondos, y en un momento dado llegó a convertirse en la mayor empresa de negociación de valores del NASDAQ, y la sexta empresa de Wall Street⁷²³.

9.2.6.2.1 El Esquema Ponzi de Madoff

El esquema piramidal de Madoff era extraordinariamente complejo, pero básicamente se adhería a los componentes típicos de un esquema Ponzi. Sobre este punto, es importante mencionar la entrevista a los contables Avellino y Bienes y al propio Madoff⁷²⁴. En su entrevista, Madoff reveló sus supuestos métodos de inversión. En principio, alegó que en la década de 1970 los fondos que manejaba fueron invertidos en posiciones convertibles de arbitraje en acciones de compañías muy grandes—como Occidental Petroleum—prometiendo retornos anuales de 18 al 20%. Así se suponía que el inversor estaba comprando acciones preferentes de grandes compañías o bonos que pagaban altos dividendos y que eran convertibles en acciones comunes de dichas compañías. Simultáneamente, decía que vendía en corto (*short sale*) las acciones comunes antes indicadas, a fin de protegerse de una eventual bajada en el precio de la acción. Consecuencia de ello, el inversor estaría ganando la diferencia entre el alto dividendo a pagar en los bonos convertibles y el bajo dividendo de la acción común, más el interés de invertir dicha diferencia en la venta a corto. Por otro lado, esta estrategia suponía un alto riesgo si el precio de las acciones bajaba y las tasas de interés subían. Luego, Madoff señaló que en 1982 cambió de estrategia de inversión y comenzó a usar contratos de futuros en índices de acciones, mientras que en 1987 comenzó a otorgar contratos de opción de venta de futuros. Cuando algunos analistas hicieron un *due diligence* de estas operaciones, no fueron capaces de replicar los retornos obtenidos por Madoff, aun cuando estos usaron la información histórica y pública del precio de acciones, bonos, opciones e índices estadounidenses usado por Madoff.

Cabe indicar que Madoff no ofrecía altos retornos para todos los inversores, sino que ofrecía retornos modestos pero estables a un grupo exclusivo de sus clientes, los cuales no se veían afectados con los cambios del mercado. Por otro lado,

⁷²³ Lewis, L. (2015). *Bernard Madoff and His Accomplices: Anatomy of a Con.* Nueva York: Praeger.

⁷²⁴ Smith, R. (1992, 16 de diciembre). Wall Street Mystery Features a Big Board Rival. The Wall Street Journal. Descargado de <http://www.wsj.com/articles/SB122909929808301893>.

el método de inversión que él decía utilizar se catalogaba como un método “muy complicado para que fuese entendido por terceros”, por lo que tendió a realizar negocios de manera muy secreta, manteniendo los estados financieros celosamente guardados⁷²⁵. Lo cierto es que no está muy claro cuándo realmente Madoff empezó a ejecutar transacciones fraudulentas, o cuando este personaje comenzó a ejecutar una típica estafa piramidal tipo Ponzi, pagando las rentabilidades prometidas con el dinero que fue entrando de nuevos clientes de los respectivos fondos de inversión. En este sentido, dicen los expertos en fraudes, que probablemente la estrategia inicial no era esa, y simplemente empezó como una forma de tapar pérdidas que se prolongó en el tiempo viendo que era factible y que no pasaba nada al respecto. Lo que falló para Madoff, dicen muchos, es que este no contaba con que durante el período de crisis del 2008 fuese más habitual la retirada de fondos. Asimismo, lo que empezó a levantar sospechas también fue que, a pesar de ser un pionero en el comercio electrónico, nunca permitió a sus clientes acceder a un panel de control para ver cómo iban sus inversiones. El empresario usaba simplemente un breve resguardo enviado a través del correo para informar del estado de sus inversiones⁷²⁶.

9.2.6.2.2 Los Indicios de Fraude y la Negligencia por Parte de la SEC

Sorprendentemente, Madoff continuó operando con una estafa de tipo piramidal sin problema alguno durante muchísimo tiempo, aun cuando la SEC y otras instituciones reguladoras investigaron a BLMIS al menos en ocho ocasiones en un periodo de 16 años. Muchas personas que estudiaron este caso en detalle apuntan a que la clave por la que la SEC no se dio cuenta o no investigó a las empresas y las operaciones de la empresa de Madoff fue por la posición jerárquica y la buena reputación que este tenía. Sin embargo, a pesar del éxito del empresario también hubo indicios de sobra para destapar la trama⁷²⁷.

⁷²⁵ Madoff Investment Scandal. *Project Gutenberg Self-Publishing Press*. Descargado de http://self.gutenberg.org/articles/madoff_investment_scandal.

⁷²⁶ Kirtzman, A. (2010). *Betrayal: The Life and Lies of Bernie Madoff*. Harper Perennial.

⁷²⁷ *Id.*

Las mencionadas investigaciones, que no tuvieron efecto alguno en las operaciones realizadas en BLMIS, fueron las siguientes⁷²⁸:

- Investigación de la SEC sobre uno de los fondos alimentadores de BLMIS por la venta de valores no registrados por un monto superior a 441 millones de dólares. La firma administradora del fondo acordó devolver el dinero a los respectivos inversores y pagó una multa de 350 mil dólares. Madoff explicó en aquella ocasión que no era consciente de que los fondos eran “ilegales”. Por ello, dado que el dinero de los inversores se pudo encontrar y se hallaba contabilizado, las autoridades no interpusieron demanda alguna contra Madoff ni contra sus contables. Cabe indicar que esta fue la primera vez que se investigó a una de sus empresas⁷²⁹;
- Investigación de la SEC sobre BLMIS tras el envío de una carta en 1999 por parte de un asesor privado de inversiones y experto en el mercado de derivados por la cual se denunciaba un posible fraude y describía el tipo de fraude que se estaba gestionando. Este denunciante, una especie de “garganta profunda”, cuyo nombre se ha descubierto hace poco, era Harry Markopolos⁷³⁰;
- Investigaciones de la SEC sobre BLMIS en los años 1999 y 2000 relativas a supuestos ocultamientos de órdenes de clientes por parte de algunos *traders*. Adicionalmente, los gestores de fondos y asesores de inversiones de círculos próximos a Madoff comenzaron a cuestionar la validez de sus operaciones, ya que los beneficios y la rentabilidad generados en tiempos de inicio de crisis no eran razonables. Madoff únicamente tomó acciones correctivas. Por su parte, la SEC no escuchó los ruegos de sus competidores;
- Investigación de la SEC sobre BLMIS en el año 2004, esta vez por la existencia de la publicación de algunos artículos periodísticos que

⁷²⁸ Securities and Exchange Commission (2009). *Investigation of Failure of the SEC to Uncover Bernard Madoff's Ponzi Scheme – Public Version*. Descargado de <https://www.sec.gov/news/studies/2009/oig-509.pdf>

⁷²⁹ A modo referencial, en 1962, los dos contables de Madoff, Frank Avellino y Michael Bienes, recaudaron muchísimo dinero para las empresas de Madoff y prometieron a sus inversores un retorno de entre 13.5% y el 20%, de los fondos que le entregaron como inversión principal. En 1992 los contables fueron investigados y acabaron siendo demandados por la SEC.

⁷³⁰ Markopolos fue un investigador de fraudes financieros que investigó concretamente el fraude de Bernard Madoff. Una de sus obras más leídas se titula *No One Would Listen: A True Financial Thriller* que relata precisamente el caso Madoff.

acusaban a dicha empresa de realizar *front running*⁷³¹. La investigación concluyó que no existía indicios de fraude;

- Investigación de la SEC sobre BLMIS en el año 2005 que consistió en un registro del negocio de Madoff en base a la denuncia realizada por Harry Markopolos. La SEC mantuvo confidencial sus conclusiones;
- Investigación de la SEC sobre BLMIS en el año 2006 por una denuncia de utilización de esquemas Ponzi. La SEC determinó que no existían indicios de fraude que requiriera que se llevasen a cabo acciones legales en contra de BLMIS. En septiembre de 2006, Madoff se registró con la SEC como asesor de inversiones; e,
- Investigación de la SEC sobre BLMIS en el año 2007 tras la declaración de la FINRA indicando que parte de BLMIS no tenía clientes.

De lo anterior, podemos concluir que la SEC tuvo la oportunidad de descubrir el esquema Ponzi llevado a cabo por Madoff durante más de 15 años antes de la eventual confesión y posterior captura de este individuo. Además, dicha agencia pudo haber investigado mejor la estrecha relación de Madoff con los contables Avellino y Bienes durante la investigación de 1992. Adicionalmente, se podría decir que la Comisión no actuó adecuadamente cuando se abstuvo de examinar a Bernard Madoff en el 2006 cuando este se registró, luego de cuatro décadas de activa negociación en el mercado como asesor de inversiones⁷³².

9.2.6.2.3 El Indicio Más Claro: La Denuncia de Harry Markopolos

Como vimos en el apartado anterior, Harry Markopolos, un analista financiero registrado y experto en fraude de valores, fue el primero en denunciar el posible fraude de Madoff. Es interesante mencionar los detalles sobre esta denuncia ya que, desde nuestro punto de vista, fue el indicio más claro que tuvo la SEC y otras instituciones reguladoras para iniciar una investigación exhaustiva en contra de

⁷³¹ Se conoce como *front running* la práctica de las empresas de inversión que consiste en comercializar valores en función a la información provista por sus agentes y analistas de inversión, antes de que sus clientes tengan acceso a dicha información.

⁷³² Tradicionalmente, cuando un asesor se registra con la SEC y entrega todos los documentos correspondientes a la Oficina del Cumplimiento, de Inspecciones y Exámenes, esta oficina los analiza todos los documentos y examina a asesor aplicante. En este caso la SEC, sorprendentemente, no lo hizo.

Madoff. De acuerdo a su propio testimonio ante el Congreso de Estados Unidos a fecha de 4 de febrero 2009: “*En mayo de 2000, presenté pruebas documentales a la Oficina Regional de la SEC en Boston que deberían haber resultado en una investigación de Madoff*”⁷³³.

Markopolos empezó su investigación sobre Madoff en 1999, cuando uno de los socios de la empresa de inversiones *Rampart Company* le pidió a este igualar los resultados de los beneficios constantes de Madoff de manera que los mismos resultados se pudiesen ofrecer a los clientes de Rampart y a su vez competir con Madoff. Fue entonces cuando este descubrió que Madoff estaba defraudando a sus clientes, y demostró matemáticamente que el negocio de Madoff no era más que un fraude⁷³⁴. En aquel momento, él mismo indicó que, a pesar que Madoff les explicaba a sus inversores que estaba operando un tipo de conversión *split-strike*⁷³⁵ bastante complicado para generar constante beneficios de inversión, esto nunca fue verdad⁷³⁶. Por ello, basado en su conclusión de que el negocio de Madoff era una operación fraudulenta, Markopolos elaboró un informe de 8 páginas que presentó a la Comisión y posteriormente organizó una reunión con el abogado Grant Ward, Director del Departamento Encargado de la Ejecución de las Leyes Antifraudes de la Oficina Regional de Inversiones de la SEC para explicarle en detalle su denuncia. Tras su reunión en el Congreso, Markopolos destacó que:

“[T]eniendo en cuenta la posición del Sr. Ward y mi comprensión de su mandato, me sorprendió su analfabetismo financiero y la incapacidad para entender cualquiera de los conceptos de mi presentación. El Sr. Manion y yo comparamos apuntes y los analizamos después de la reunión y ninguno de los dos creíamos que él había entendido nada de la información presentada. Poco sabía yo, y solo en los próximos años llegaría yo a comprender, que el analfabetismo era universal entre los abogados del gobierno, con pocas excepciones”⁷³⁷.

Durante los años que siguieron, Markopolos siguió la pista de los negocios de

⁷³³ Markopolos, H (2011). *No One Would Listen: A True Financial Thriller*. Wiley.

⁷³⁴ *Id.*

⁷³⁵ Un tipo de conversión utilizada como estrategia de inversión.

⁷³⁶ Las conversiones split-strike son muy complejas e incluso pueden causar confusión entre los profesionales del mercado. Sin embargo, esta fue la estrategia de inversión con la que Madoff captó futuros inversores, una operación compleja que no genera muchas preguntas, y como ya se señaló, un componente crítico para que realice programas Ponzi es evitar las preguntas de los inversores.

⁷³⁷ Véase supra nota 733.

Madoff y notificó a la SEC de nuevo, pero el esquema Ponzi no fue desvelado. De ahí su frustración y sus declaraciones:

“Hoy los inversores defraudados por Madoff que confiaron en la protección de la Comisión para descubrir a los estafadores como Madoff están ciertamente indignados y disgustados por sus acciones. Lo que enfurece a la mayoría de los inversores son comentarios como los formulados por el ex presidente de la SEC, Christopher Cox⁷³⁸, quien señaló que la agencia tenía denuncias creíbles y específicas sobre el supuesto fraude del señor Madoff durante los últimos nueve años”.

Como resultado, Markopolos declaró ante el Congreso lo siguiente:

“Estos inversores deben exigir respuestas y responsabilidad a la SEC por los años en los que se evidenciaron tantas señales e indicios de fraudes y no se hizo nada. En el caso Madoff está claro que no se hizo lo suficiente, y que a pesar de que dicho fraude no tuvo una repercusión económica importante en la sociedad en general, sí la tuvo en cuanto a la confianza en los organismos reguladores (¿verdaderamente nos protegen?), o en las entidades financieras (¿conocen dónde invierten nuestro dinero?). Como resultado, las víctimas de este fraude siguen apuntando y buscando posibles responsables y respuestas a sus preguntas, y lo más importante, siguen buscando su dinero”.

Markopolos explicó que volvió a presentar las mismas pruebas con nuevos indicios varias veces entre 2000-2008, es decir, en un período de ocho años⁷³⁹. Como no se hizo nada, este informó a la prensa estadounidense del posible fraude y dijo que en este período de tiempo había estado temiendo por su seguridad y la seguridad de su familia. Este analista no cesó en sus denuncias hasta que la Comisión reconoció finalmente el fraude y Madoff fue detenido. Según Markopolos, el caso Madoff resultó ser un fracaso absoluto de las agencias reguladoras del mercado de valores de los Estados Unidos y de las instituciones financieras en la que los inversores confiaron como su perro guardián⁷⁴⁰.

⁷³⁸ Por otra parte, Cox reconoció que estaba "profundamente preocupado por los múltiples fallos de la SEC durante al menos una década en las investigaciones".

⁷³⁹ United States Senate (2009). *The Madoff Investment Securities Fraud: Regulatory and Oversight and the Need for Reform*. Audiencia ante la Comisión de Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos del Senado de los Estados Unidos. 111º Congreso. Descargado de <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-111shrg50465/html/CHRG-111shrg50465.htm>.

⁷⁴⁰ *Id.*

En algún momento, dijo el analista⁷⁴¹, “*los inversores defraudados irán en la búsqueda de posibles responsables e intentarán culpar al gobierno norteamericano, y en concreto a la SEC, por negligencia*”. Dicho organismo que se supone que debe servir como guardián del mercado de valores, no aisló en absoluto a la comunidad de inversores de un fraude masivo. Una de las víctimas del caso Madoff y del fraude Ponzi hizo precisamente esto. Phyllis Molchatsky y su abogado decidieron demandar al gobierno en un tribunal federal ya que la SEC rechazó una propuesta de acuerdo monetario por el valor de 1,7 millones de dólares como solución por el daño causado. La demanda de Molchatsky se enfrentó, sin embargo, al gran obstáculo jurídico del principio de inmunidad soberana, que protege al gobierno federal de los Estados Unidos de ser demandado por sus ciudadanos conforme a la Undécima Enmienda de la Constitución⁷⁴².

9.2.6.2.4 La Caída de Bernard Madoff

La estafa de Madoff se descubrió el miércoles 10 de diciembre de 2008, cuando él mismo confesó a sus hijos que su negocio de inversiones consistía en realidad en una fraudulenta estructura piramidal, trama de tipo Ponzi, por la que iba pagando los intereses que prometía con el dinero que le llegaba de nuevos clientes y que realmente no invertía en nada. Al día siguiente, el gobierno presentó una demanda contra Bernard L. Madoff y la empresa BLMIS⁷⁴³. Resulta destacable el hecho de que a pesar de que la SEC se presentase como la parte demandante en la demanda civil en contra del ex empresario, dicha agencia no fue la que logró descubrir el fraude llevado a cabo por este y su empresa BLMIS, sino que fueron los dos hijos de Madoff los que entregaron a su padre a las autoridades⁷⁴⁴. Ese mismo día, el ex empresario fue detenido por el FBI por haber estafado por más de 50.000 millones de dólares a sus inversores y clientes usando esta estafa piramidal, es decir, pagando los beneficios de los clientes con lo que sacaba de los nuevos clientes.

⁷⁴¹ *Id.*

⁷⁴² En respuesta a este dilema, muchos críticos proponen superar el obstáculo de la inmunidad soberana en el caso específico del escándalo de Madoff apoyándose en la Ley Federal de Responsabilidad Civil Extracontractual o *Federal Tort Claim Act*.

⁷⁴³ Véase el texto completo de la demanda *SEC v. Madoff*, No. 08-10791 (S.D.N.Y. 2008) en <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2008/comp-madoff121108.pdf>.

⁷⁴⁴ CBS (2011, 5 de noviembre). *Sons Called in FBI to Arrest Bernie Madoff*. Descargado de <http://www.cbsnews.com/news/sons-called-in-fbi-to-arrest-bernie-madoff/>.

Sin embargo, no fue sino hasta marzo de 2009 que Madoff se declaró responsable de una serie de delitos que incluyen fraude, lavado de dinero, perjurio y robo, por los que la fiscalía pidió un total de 150 años de prisión; mientras que el abogado defensor del empresario solicitó un máximo de doce basándose en que por ley de vida al empresario de 71 años solo le quedaría 13 años. Finalmente, el 29 de junio de 2009, Bernard Madoff fue condenado a 150 años de cárcel por estafa de aproximadamente 50.000 millones de dólares y por once cargos entre los que se incluyen fraude con títulos valores, fraude de inversiones, fraude de correos, lavado de dinero, robo de un plan de pensiones de un empleado y declaraciones falsas a la SEC⁷⁴⁵. En concreto, el ex empresario fue acusado de haber violado las disposiciones de fraude establecidas en los artículos 206(1) y 206(2) de la IAA, y por operaciones fraudulentas interestatales de acuerdo al artículo 17(a) de la Ley Federal de Valores de 1933⁷⁴⁶. No existió en este caso ninguna reducción de pena o acuerdo entre Madoff y el fiscal⁷⁴⁷.

9.2.6.2.5 Otros Participantes en el Escándalo Financiero de Madoff

Los investigadores en el caso de fraude Madoff llevaron a cabo una investigación sobre todos los posibles participantes y copartícipes en el escándalo de inversiones. Como resultado, hubo muchísimas personas y empresas que estuvieron involucradas en el esquema piramidal, a pesar de la afirmación de Madoff de que él era el único responsable de la operación a gran escala⁷⁴⁸. En este sentido, Harry Sussman, un abogado que representó a varios clientes de la firma, señaló que *“alguien tenía que difundir y dar la impresión de que habían retornos”*, y sugirió, además, que *“debió haber sido un empleado del equipo del Departamento de Compra y Venta de Acciones, involucrado en la creación de libros contables y en la presentación de informes”*⁷⁴⁹. James Ratley, presidente de la Asociación de Analistas de Fraude dijo

⁷⁴⁵ Para más información sobre la sentencia contra Bernard Madoff o las penas establecidas para cada uno de los cargos visita la página web: <http://newyork.fbi.gov/dojpressrel/pressrel09/nyfo031009.htm>

⁷⁴⁶ Codificados como 15 U.S.C. § 77q(a) (2006).

⁷⁴⁷ Los posibles acuerdos y negociaciones sobre condenas son típicas en el sistema penal acusatorio de los Estados Unidos y este proceso se conoce como el *plea bargain*.

⁷⁴⁸ ieshnomachado.org (2015). *Bernard Madoff*. Descargado de http://economia.ieshnomachado.org/madoff_texto.html.

⁷⁴⁹ *Id.*

también que “*si Madoff hubiese hecho todo esto por sí mismo, no podría haber tenido vida durante más de 20 años, ni vacaciones ni días libres, y sin embargo esto no fue así*”. Nos preguntamos ¿qué ocurría cuando el empresario se iba de vacaciones durante algunos días o algunos meses?, o ¿quién manejaba la empresa cuando este se ausentaba? Según Ratley, para llevar a cabo el simple hecho de unificar los distintos estados de cuenta, Madoff tuvo que emplear y utilizar a un gran número de personas que realmente sabían lo que estaba pasando que conocían los precios de mercado de los valores que se estaban comercializando. Debieron existir contadores conocedores del fraude que trataron con documentos internos para la conciliación de cuentas y personas encargadas de enviar información sobre el resultado de dichos valores a los clientes⁷⁵⁰. Por su parte, Anthony Barkow, ex fiscal federal de la ciudad de Nueva York, actualmente socio de Jenner & Block LLP, sostuvo que el hecho de que Madoff dijese que actuó solo es simplemente ridículo⁷⁵¹. El entregarse y auto-inculparse fue claramente una estrategia para tratar de salvar a su familia y a sus compañeros de posibles sospechas y acusaciones de conspiración. Sin embargo, muchos colaboradores han dado la cara durante los años posteriores a la investigación del caso. Por ejemplo, Paul Konigsberg, antiguo contador de Madoff, se declaró culpable en 2014 de ayudar a este último a defraudar a sus clientes⁷⁵².

Asimismo, otros cinco ex empleados de Madoff fueron condenados por fraude en los procesos seguidos ante los tribunales neoyorkinos⁷⁵³. Los programadores Jerome O'Hara y George Pérez fueron condenados por crear cuentas de cliente falsas. Los gerentes de portfolio, Annette Bongiorno y JoAnn Crupi fueron condenadas por fabricar registros de llamadas falsas⁷⁵⁴. De la misma forma, el ex Director de Operaciones de Madoff, Daniel Bonventre, fue condenado por ayudar a la creación de registros y libros falsos. De esta manera, quedó establecido que Madoff dirigió el esquema Ponzi desde su oficina, pero que este contó con otras personas

⁷⁵⁰ Glovin, D. et al (2009, 24 de febrero). *Madoff Must Have Had Help, Lawyers Say, Citing Trustee Report*. Bloomberg. Descargado de

<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aggq1e88xMPU>

⁷⁵¹ Bloomberg (2012, 29 de junio). *Madoff Brother Admits His Role in Conspiracy*. *The San Antonio Express News*. Descargado de <http://www.expressnews.com/news/article/Madoff-brother-admits-his-role-in-conspiracy-3673505.php>.

⁷⁵² Huddleston, T. (2014, 24 de junio). *Madoff's Former Accountant Admits to Aiding in Massive Fraud*. *fortune.com*. Disponible en <http://fortune.com/2014/06/24/madoff-accountant/>.

⁷⁵³ Matthews, C. (2014, 25 de marzo). *Five Former Employees of Bernie Madoff Found Guilty of Fraud*. *The Wall Street Journal*. Descargado de <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304679404579459551977535482>.

⁷⁵⁴ Estos gerentes de portafolio registraban llamada inexistentes con fechas anteriores.

que ejecutaron el “negocio sucio”.

Por último, otros participantes que fueron investigados por complicidad se vieron a su vez seriamente afectados. Este fue el caso de Stanley Chais, un filántropo que hizo grandes inversiones con Madoff y de Carl J. Shapiro, uno de los amigos más antiguos del administrador. Los miembros de la familia Madoff y sus empleados también fueron investigados. Otras personas que resultaron implicados fueron Frank Avellino, contador de Florida que dirigía uno de los fondos de inversión de Madoff; Noel Levine, inversor de bienes raíces que trabajaba junto a la oficina de inversión de Madoff, y Robert Jaffe, inversor residente Palm Beach y nuero de Carl J. Shapiro, quien refería a los mayoría de inversores a Madoff.

9.2.6.2.6 Demandas en Contra de la SEC

La Comisión de Valores e Intercambios de Estados Unidos fue demandada colectivamente y acusada de negligencia por hacer caso omiso a las repetidas denuncias y advertencias sobre el posible fraude estimado en más de 65.000 millones de dólares por parte de Bernard Madoff. Los demandantes alegaron que la SEC no tuvo en cuenta las denuncias recibidas en un período de 16 años acerca de Madoff y su empresa, BLMIS, de acuerdo con la demanda presentada por el abogado Gaytri D. Kachroo de *Kachroo Legal Services, PC*⁷⁵⁵. Concretamente, este indicó que la SEC debió haber revisado las acusaciones y las denuncias recibidas sobre el caso Madoff a lo largo de 16 años. El problema fue que esto nunca se llevó a cabo, sino que la Comisión se limitó únicamente a confiar en la buena apariencia del empresario, y aparándose en su potestad discrecional para investigar o no a cualquiera de sus miembros, decidió creer todo lo que Madoff publicó sobre los estados financieros de sus empresas, en vez de preocuparse en lo más mínimo por los inversores y hacer caso a las denuncias presentadas⁷⁵⁶. Como resultado, la SEC fue acusada de ser extremadamente negligente en su deber de supervisor financiero de los operadores del mercado de valores. La demanda fue presentada originalmente el 04 de noviembre de 2010 bajo la FTCA, en busca de compensación por los daños y

⁷⁵⁵ Field, A. (2010, 12 de noviembre). Madoff Investors sue SEC for Incompetence. *Daily Finance*. Descargado de <http://www.dailyfinance.com/2010/11/12/madoff-investors-sue-sec-for-incompetence/>.

⁷⁵⁶ *Id.*

perjuicios causados a los inversores⁷⁵⁷. Lo cierto es que nunca antes se había presentado una demanda colectiva en contra de la SEC y tampoco se había ganado un caso de esta naturaleza. Los más críticos entienden que la SEC no podía seguir escondiéndose detrás de la teoría de la inmunidad soberana y dejar desprotegidos a miles de inversores a los que se supone que debe respaldar⁷⁵⁸.

A pesar de las múltiples denuncias, el 10 de abril de 2013, el Tribunal Federal de Apelaciones del Segundo Circuito reiteró la decisión del tribunal de primera instancia de no condenar a la SEC por responsabilidad en el caso de Madoff. Este Tribunal de Apelaciones no tomó para nada en cuenta el contenido del informe de más de 457 páginas⁷⁵⁹ publicado por la Oficina del Inspector General de la Comisión de Valores (*Office of Inspector General* u OIG por sus siglas en inglés), en el que se detalló la incapacidad del organismo para detectar el fraude piramidal realizado. El informe sostenía que la agencia federal debió haber investigado a la empresa de Madoff cuando este se registró como asesor de inversiones en 2006, poco después del cierre de una investigación anterior previa en la que el empresario fue sospechoso de actuar como asesor de inversiones de fondos de cobertura de riesgo sin estar registrado con el gobierno. Sin embargo, los tribunales reiteraron que, aun cuando el informe previamente indicado se entendía como la propia admisión de la negligencia cometida por la SEC y de su responsabilidad en el caso Madoff, el principio de inmunidad soberana debía prevalecer.

9.2.6.2.7 Informe OIG – Caso Madoff

La OIG desveló que entre junio de 1992 y diciembre de 2008, la SEC recibió seis denuncias significativas que contenían indicios suficientes de fraude sobre las operaciones de asesoramiento e inversiones de Madoff. Estas denuncias deberían haber llevado a la agencia federal a cuestionar si Madoff estaba realmente llevando a cabo operaciones de inversión con títulos valores. Además, esta oficina admitió que la Comisión conocía, o tenía conocimiento, de dos artículos publicados en prensa relativos a las operaciones de inversión del ex empresario que cuestionaban sus

⁷⁵⁷ *Id.*

⁷⁵⁸ *Id.*

⁷⁵⁹ Véase supra nota 728.

constantes rendimientos. A continuación veremos las denuncias presentadas en relación a este caso⁷⁶⁰:

- La primera denuncia que se presentó ante la Comisión fue en 1992, y tenía que ver con las alegaciones de que una empresa de inversión que no estaba registrada con la SEC estaba ofreciendo inversiones 100% seguras con rendimientos que extrañamente eran elevados y duraderos, y exclusivamente destinados a determinados clientes. La SEC sospechó entonces que la empresa de Madoff estaba operando un sistema piramidal. A través de esta denuncia, el gobierno fue conocedor que todas las inversiones se hacían a través del propio empresario y que efectivamente este anunciaba rendimientos elevados sin ningún riesgo de pérdida.
- La segunda denuncia fue mucho más específica. En mayo de 2000, al igual que en marzo de 2001 y octubre de 2005, se presentó ante la Comisión una denuncia titulada “El Fondo de Cobertura de Riesgo más Grande del Mundo es un Fraude”⁷⁶¹. Esta denuncia contenía 30 indicios de que Madoff estaba operando un sistema piramidal Ponzi. El denunciante incluyó información sobre la imposibilidad de alcanzar los rendimientos que Madoff decía tener.
- En mayo de 2003, la SEC recibió una tercera denuncia de un respetado gestor de un fondo de cobertura de riesgos que expresaba su preocupación sobre la estrategia y el rendimiento de las actividades realizadas por Madoff. Esta denuncia cuestionaba concretamente si el empresario estaba negociando operaciones en el volumen que decía, dado que los rendimientos eran excepcionales comparándolos con los de sus competidores, no teniendo relación alguna con la realidad del mercado de capitales en los últimos diez años. Una vez más, la denuncia hacía referencia a la posibilidad de que Madoff estuviera llevando a cabo un fraude de tipo piramidal.
- La cuarta denuncia fue parte de una serie de correos electrónicos que la SEC descubrió en 2004. Estos correos electrónicos contenían indicios de que los empleados de un operador del mercado de valores registrado con

⁷⁶⁰ *Id.*

⁷⁶¹ Esta es la denuncia realizada por Harry Markopolos.

la SEC habían identificado posibles indicios respecto a la falta de veracidad de las negociaciones con opciones por Bernard Madoff. Existía un correo electrónico en particular que señalaba que Madoff no podía estar negociando el volumen de opciones que él defendía por el simple hecho que no existía dicho número en el mercado. Asimismo, era imposible que el ex empresario estuviese negociando opciones extrabursátiles porque era inconcebible que se pudiese encontrar una contraparte para llevar a cabo dichas operaciones. Los investigadores que descubrieron los correos electrónicos inclusive anotaron en el expediente que existían señales de sospecha.

- La SEC recibió una quinta denuncia en octubre de 2005 de un informante anónimo. La denuncia decía: *“Sé que la empresa BLMIS es muy reservada acerca de sus operaciones y no quieren divulgar información sobre ninguna de sus operaciones. Si mis sospechas son ciertas, Madoff está llevando a cabo un fraude altamente sofisticado de alcance masivo, y lo lleva haciendo por un largo periodo de tiempo”*. El informante añadió además, que él mismo, después de un corto plazo como cliente, decidió retirar todo su dinero (unos 5 millones de dólares).
- La sexta y última denuncia la presentó un ciudadano en diciembre de 2006, que decía estar preocupado por la gestión de la empresa BLMIS, y en la que pedía a la SEC que prestase atención a un posible escándalo de grandes proporciones que estaba siendo ejecutado. Los activos valorados en más de 10 millones de dólares de un inversor difunto, alegaba el denunciante, fueron mezclados con los fondos controlados por la empresa de Madoff y las ganancias fueron retenidas por este.

El informe de la OIG concluyó que, a pesar de estas seis denuncias, la Comisión nunca llevó a cabo una investigación competente o exhaustiva sobre la posibilidad de que Madoff estuviese operando un sistema piramidal o que todo ello fuera un fraude masivo. Como resultado, los inversores demandaron al gobierno estadounidense, basándose precisamente en el informe de la OIG, y argumentaron que la SEC debería estar avergonzada por no haber sido capaz de detectar un fraude tan evidente. Howard Kleinhendler, abogado de 8 de los demandantes que perdieron más de 50 millones de dólares en este caso, explicaba cómo no existía un mejor ejemplo por el cual la SEC debería de ser responsable ante los inversores por haber

fracasado. El abogado Kleinhendler sostenía que dicha agencia debía indemnizar a dichos inversores⁷⁶².

Sin embargo, como explicamos anteriormente, las víctimas de este fraude de inversiones perdieron su batalla ante los tribunales en la demanda por negligencia contra la SEC⁷⁶³, y el 10 de abril de 2013, el Tribunal Federal de Apelaciones del Segundo Circuito desestimó la demanda contra el regulador de valores. Los tribunales lamentaron explícitamente la falta de acción reprochable por parte del principal órgano supervisor del gobierno que, sin embargo, se encontraba protegido por una ley que ampara a las agencias federales de cualquier responsabilidad. El razonamiento utilizado por el Tribunal fue que la intención del Congreso es la de proteger la discreción de los reguladores en su capacidad de llevar a cabo una investigación o no.

De acuerdo a la FTCA, un órgano gubernamental puede ser responsable cuando sea negligente en su actuación y cause daños financieros a terceros. De este modo, la mencionada ley supone una excepción al principio de inmunidad soberana del gobierno de los Estados Unidos. En el caso Madoff, el Tribunal utilizó la exención de responsabilidad para dejar libre al órgano supervisor, argumentando que, de acuerdo a la FTCA, la Comisión ejerció su potestad discrecional para decidir qué casos investigar.

Sin embargo, como indicamos anteriormente, nuestro punto de vista es distinto. Si bien comprendemos que el gobierno puede verse limitado en su capacidad reguladora en función a las restricciones presupuestarias o a las decisiones de política pública, cuando nos hallemos ante casos de investigaciones en las que exista la posibilidad de que se estén cometiendo flagrantes delitos que afecten a un gran número de inversores, este órgano supervisor debe asumir responsabilidad por su negligencia. Para evitar la aplicación de la inmunidad soberana, una alternativa sería que los órganos supervisores no pertenezcan a la rama ejecutiva del gobierno sino que se constituyan simplemente como organismos autorreguladores.

⁷⁶² Reuters (2013, 10 de abril). Madoff Victims' Can't Sue SEC, Appeals Court Says. *Chicago Tribune*. Descargado de http://articles.chicagotribune.com/2013-04-10/business/chi-madoff-victims-cant-sue-sec-appeals-court-says-20130410_1_sec-inspector-general-irving-picard-madoff-investment-securities-llc.

⁷⁶³ Numerosos casos fueron igualmente desestimados y todos ellos fueron consolidados por esta apelación.

9.2.6.2.8 El Proceso de Liquidación en el Caso Madoff

El 15 de diciembre de 2008, el Tribunal Federal del Distrito Sur de Nueva York (TFDSNY) admitió la denuncia presentada por los inversores defraudados por Bernard Madoff. El tribunal determinó que era necesario proceder a la liquidación de la empresa BLMIS para poder hacer frente a las obligaciones que el empresario tenía pendiente así como las nuevas reclamaciones y demandas por fraude con títulos valores. Ese mismo día, el Tribunal de Bancarrota del Distrito Sur de Nueva York designó a Irving H. Picard como administrador encargado de la liquidación de BLMIS, de acuerdo a la aplicación de la Ley de Protección del Inversor de Valores de 1970 (*Security Investment Protection Act* o SIPA por sus siglas en inglés)⁷⁶⁴. Las principales funciones del administrador encargado de la liquidación establecidas por dicha ley son, entre otras:

- El establecimiento de un Fondo de Clientes (*Customers Fund* o CF por sus siglas en inglés);
- La evaluación de las reclamaciones y la determinación del valor de los activos de los clientes;
- La distribución de los avances en efectivo provistos por la SIPC; y,
- El desembolso de los avances en efectivo para cubrir los costos o gastos administrativos.

De esta manera, el administrador Picard fue el responsable de procesar todas las reclamaciones de los clientes y de otros acreedores de BLMIS. A 2 de enero de 2009, Picard ya había recibido por correo las reclamaciones de más de 8.000 clientes y acreedores de BLMIS⁷⁶⁵. Cabe destacar que, la fecha límite para la presentación de una demanda por parte de los clientes de Madoff fue en un principio el 04 de marzo 2009, pero dado el gran número de afectados en este fraude, el plazo de presentación de reclamaciones se extendió hasta el 02 de julio de 2009. Las reclamaciones presentadas durante este último plazo fueron tratadas por motivos de retraso bajo

⁷⁶⁴ Los administradores judiciales pueden ser nombrados de acuerdo a la *Ley de Protección de Inversores de Valores* (SIPA) para administrar el patrimonio de un deudor Ponzi, este tipo de administrador tiene poderes generales para evaluar las reclamaciones, recuperar y distribuir el capital de los clientes y liquidar los activos del deudor para el beneficio del patrimonio y sus acreedores.

⁷⁶⁵ Los formularios de reclamación para los inversores disponibles podían ser descargados desde el sitio Web de la SIPC (www.sipc.org/casos/sipccasesopen.cfm) o podían solicitarse por escrito al Sr. Picard.

unas condiciones menos favorables, mientras que las solicitudes recibidas después de 02 de julio 2009, fueron rechazadas por completo. Los formularios de reclamación fueron remitidos por correo certificado al administrador y por escrito al Centro de Procesamiento de Reclamaciones con sede en Dallas, Texas⁷⁶⁶.

Si bien la liquidación de la empresa BLMIS se llevó a cabo ante un Tribunal de Bancarrota, esta liquidación no fue un procedimiento ordinario conforme con el Código de Bancarrota de los Estados Unidos. En este caso, el proceso estuvo regido por la Ley SIPA, codificada en el título 15 del Código de los Estados Unidos⁷⁶⁷. Esta ley estableció la SIPC⁷⁶⁸, una corporación sin ánimo de lucro financiada por sus miembros (los corredores de bolsa e intermediarios financieros) que tiene como función principal la de proporcionar una cobertura de seguro de hasta 500.000 dólares por cliente y patrimonio neto⁷⁶⁹, y hasta 100.000 dólares en efectivo por las posibles pérdidas que los inversores puedan sufrir por casos de fraude⁷⁷⁰. La mayoría de los intermediarios y agentes registrados bajo la Ley Federal de Valores de 1933 están obligados a ser miembros de la SIPC.

En el caso de Madoff, la SIPC batió récords, resolviendo la cantidad de 3.000 reclamaciones directas de clientes víctimas del esquema piramidal, y comprometiéndose a adelantar a estos clientes estafados más de 500 millones de dólares, según lo indicó el administrador⁷⁷¹. Sin embargo, como regla general, los inversores defraudados por operadores Ponzi que buscan el reembolso de sus inversiones en la SPIC se encuentran limitados: en primer lugar respecto a la cantidad de dinero que pueden recibir de la organización, y en segundo lugar porque se enfrentan a un laberinto de condiciones y restricciones para obtener dicho dinero. De manera efectiva, podríamos decir, pues, que este alivio no es completo.

⁷⁶⁶ *Id.*

⁷⁶⁷ Securities Investor Protection Act de 1970.

⁷⁶⁸ La *Securities Investor Protection Corporation* es una sociedad creada por mandato federal sin ánimo de lucro en los Estados Unidos que protege a los inversores de valores de un posible daño financiero causado por los corredores de bolsa que actúen negligentemente o defrauden a los inversores. La SIPC mantiene un fondo que se destina a proteger a los inversores contra la apropiación indebida de sus fondos.

⁷⁶⁹ Este monto es entregado de manera automática como un avance a cualquier posible compensación o indemnización. A fecha de agosto de 2015, la SIPC ha desembolsado la cantidad de 825.7 millones de dólares con el fin de acelerar la compensación de los clientes de BLMIS cuyas reclamaciones fueron aceptadas.

⁷⁷⁰ La mayoría de los intermediarios y agentes registrados bajo la Ley Federal de Valores de 1933 están obligados a ser miembros de la SIPC. La SIPC es una alternativa para los potenciales inversores defraudados por el operador Ponzi en materia de valores.

⁷⁷¹ SPIC (2015). *Major Milestone: Over Half a Billion Dollars Advanced By SIPC So Far To Madoff Customers*. Descargado de <http://www.sipc.org/news-and-media/news-releases/20091028>

En una reunión de acreedores celebrada el 20 de febrero de 2009, durante el procedimiento de liquidación de Madoff, el administrador anunció la intención de llevar a cabo la recuperación de las sumas pagadas a los inversores a través de demandas de impugnación⁷⁷². Como indicamos anteriormente, en los casos de aplicación de la Ley SIPA, un administrador puede iniciar acciones para recuperar el dinero de los inversores defraudados con arreglo a las conocidas como demandas por transferencias fraudulentas y acciones preferenciales. Estas reclamaciones afectan tanto a los beneficios ilegales recibidos como a las retiradas de capital principal.

Por otra parte, en el caso Madoff, los principales acontecimientos que conllevaron la devolución de millones de dólares a través de la impugnación de transferencias fraudulentas y acciones preferenciales fueron⁷⁷³:

- La recuperación de los primeros fondos robados bajo el esquema Ponzi por la cantidad de 29 millones de dólares que se encontraban en el *Bank of New York*;
- El acuerdo extrajudicial con la empresa *Optimal Investment Services SA*, quien se comprometió a pagar 235 millones de dólares al CF;
- El acuerdo con los individuos *Jeanne Levy-Church* y *Francis N. Levy* para la devolución de 220 millones de dólares al CF;
- La orden del TFDSNY a la empresa *Vizcaya Partners* para que esta devolviese 180 millones de dólares que fueron retirados de BLMIS durante los últimos cinco meses antes de que el fraude saliera a la luz;
- El acuerdo con la familia de Carl Shapiro para la devolución de 550 millones de dólares;
- El acuerdo extrajudicial con los herederos de Jeffrey Picower por la cantidad de 7.200 millones de dólares. De dicha cantidad, 5.000 millones de dólares fueron destinado al CF⁷⁷⁴, y 2.200 millones de dólares fueron confiscados por el gobierno de los Estados Unidos;
- El acuerdo con la empresa *Fairfield Sentry* por 1.000 millones de dólares,

⁷⁷² El administrador contactó con los inversores para hacerles saber que sus reclamaciones deberían ser presentadas a más tardar el 02 de julio 2009 con el fin de ser consideradas.

⁷⁷³ The Madoff Recovery Initiative (2015). Recoveries to Date. Descargado de <http://www.madofftrustee.com/recoveries-04.html>

⁷⁷⁴ Este monto fue apelado. Sin embargo, el 16 de julio de 2012 se cumplió la fecha límite para apelar el monto de 7.200 millones de dólares en el proceso de confiscación con el gobierno de los Estados Unidos, haciendo que la orden de confiscación fuese final y que los 5 mil millones fuesen entregados al administrador del CF.

los cuales fueron destinados al CF;

- El acuerdo con *Tremont Group* (el segundo fondo alimentador de BLMIS) por 1.250 millones de dólares que fueron destinados al CF;
- La aprobación del acuerdo por parte del TFDSNY con *Mountain Capital Fund* (fondo alimentador de BLMIS) para la devolución de 43.5 millones de dólares al CF;
- La aprobación del acuerdo por parte del TFDSNY con el gobierno de Estados Unidos (representado por el *Internal Revenue Service*) por el monto de 326 millones de dólares;
- El acuerdo con la empresa *Sterling Securities* por 162 millones de dólares⁷⁷⁵;
- La aprobación del acuerdo por parte del TFDSNY con *Maxam Absolute Return Fund* para la devolución de 97,8 millones de dólares⁷⁷⁶;
- La aprobación del acuerdo por parte del TFDSNY con el banco *JP Morgan Chase* para la devolución de 275 millones de dólares al CF;
- La aprobación del acuerdo por parte del TFDSNY con el fideicomiso de Madoff y el individuo Edward Blumenfeld, entre otros, para la devolución de 62 millones de dólares;
- La aprobación del acuerdo por parte del TFDSNY con el fondo *Senator Fund SPC* para la devolución de 95 millones de dólares; y,
- La aprobación del acuerdo por parte del TFDSNY con los fondos *Herald Fund SPC* y *Primeo Fund* para la devolución de 497 millones de dólares.

Así, a fecha 12 de agosto de 2015, Irving Picard había recuperado o contaba con acuerdos para la recuperación de 10.895 millones de dólares, relativos a las 16.519 demandas recibidas y procesadas⁷⁷⁷. El 100% de estos fondos recuperados serían distribuidos a través del CF de la empresa BLMIS a aquellos clientes cuyas reclamaciones fueron admitidas. De toda esa cantidad, se han distribuido hasta la fecha 7.244 millones de dólares del CF a los clientes de BLMIS⁷⁷⁸.

⁷⁷⁵ Este monto corresponde al 100% de las ganancias ficticias retiradas por el grupo Sterling durante los seis años anteriores al comienzo del proceso de liquidación de BLMIS.

⁷⁷⁶ Este monto corresponde al 100% de los retiros hechos por Maxam en BLMIS.

⁷⁷⁷ The Madoff Recovery Initiative (2015). *Recoveries, Distributions, and SIPC Commitment*. Descargado de <http://www.madofftrustee.com/recoveries-distributions-sipc-commitment-00.html>.

⁷⁷⁸ *Id.*

La primera distribución proporcional a cuenta (*prorata interim distribution*) comenzó el 5 de octubre de 2011, a través del cual se distribuyó 674,6 millones de dólares. El 19 de septiembre de 2012 se llevó a cabo la segunda distribución por la cantidad de 4.900 millones. La tercera distribución proporcional a cuenta tuvo lugar el 29 de marzo de 2013 por un monto de 685 millones de dólares. La cuarta distribución comenzó el 5 de mayo de 2014, distribuyéndose un total de 460,9 millones de dólares. La última y quinta distribución tuvo lugar el 6 de febrero de 2015, en el que se distribuyó 397,1 millones de dólares⁷⁷⁹.

Estas distribuciones de capital a los clientes cuyas reclamaciones fueron admitidas supusieron la recuperación de un promedio del 48% de la cantidad reclamada total. Estas distribuciones más el dinero entregado por la SIPC han supuesto la devolución de más de 7.944 millones de dólares a los clientes de BLMIS cuyas reclamaciones fueron admitidas. Por otra parte, el administrador continuó abogando por las víctimas de Madoff. Asimismo, se comenzó el reembolso a la SIPC por el monto desembolsado a los clientes totalmente compensados de BLMIS⁷⁸⁰. Hasta la fecha se han devuelto aproximadamente 125.3 millones de dólares, restando un balance de 700.4 millones de dólares, lo que viene a representar 1.163 cuentas a clientes que han sido completamente compensados.

De la misma forma, la administración Picard continuó trabajando para responsabilizar a entidades como los fondos alimentadores, los inversores sofisticados o los grandes bancos que sabían o debieron haber sabido acerca de la existencia de dicho fraude. Hasta la fecha, continúa pendiente la resolución de las apelaciones interpuestas contra Madoff.

Otro de los grandes procesos gestionados por la administración de liquidación es el programa denominado *Hardship*, destinado a personas con dificultades especiales extremas. Este programa protege a los inversores que hayan sido víctimas de una estafa piramidal y que cuenten con una dificultad específica por su avanzada edad o por circunstancias económicas determinadas (por ejemplo bancarrotas personales, deudas médicas o pérdidas de viviendas por ejecuciones judiciales) para que pudiesen recibir avances de dinero de la SIPC inmediatamente y no ser

⁷⁷⁹ The Madoff Recovery Initiative (2015). *SIPA Liquidation Claim Process*. Descargado <http://www.madofftrustee.com/claims-03.html>.

⁷⁸⁰ Conforme a la Ley SIPA, la SIPC tiene derecho al reembolso de los avances de efectivo realizados una vez que los clientes hayan sido completamente compensados.

demandados en los tribunales bajo las secciones 548 ni 547 del Código de Bancarrotas⁷⁸¹.

Recordemos que a través de la sección 548 del Código de Bancarrota se podría alegar la buena fe de los inversores que fueron víctimas de la estafa perpetrada para que estos no sean demandados y les sean retirados los beneficios que les corresponden. El problema radica que cuando los inversores no pudiesen demostrar la existencia de buena fe, muchos tendrían que devolver el capital recibido procedente del esquema Ponzi. Específicamente en el caso Madoff, de acuerdo al administrador, hubo inversores que conocían o debieron haber conocido la naturaleza de las actividades fraudulentas llevadas a cabo por el ex empresario, y aun así se beneficiaron del resultado de esas inversiones. Sin embargo, muchos de los inversores alegaron que si ni siquiera la SEC fue capaz de detectar el fraude, mucho menos ellos que no eran inversores sofisticados.

Por su parte, la sección 547 del Código de Bancarrota permitió, en este caso, la presentación de acciones de preferencia contra los inversores para la recuperación de las transferencias de dinero que se hicieron mientras que la empresa BLMIS estaba siendo declarada insolvente, es decir, dentro de los 90 días antes del 11 de diciembre de 2008.

9.2.6.2.9 Acuerdos Extrajudiciales en las Demandas Colectivas

Uno de los aspectos más significativos de la función del administrador Picard es la capacidad para llegar a acuerdos extrajudiciales destinados a la recuperación del capital. En el caso Madoff, se ha trabajado intensamente para llevar a cabo dichos acuerdos con los principales beneficiarios del esquema fraudulento. A este respecto, el 7 de enero de 2014, se pidió la aprobación del tribunal de bancarrota de los acuerdos extrajudiciales con el banco JP Morgan Chase por el valor total de 325 millones de dólares, a través de las demandas presentadas bajo la Ley SIPA, incluyendo una demanda colectiva denominada *Shapiro-Hill*, por un valor de 218 millones de dólares. Ambos acuerdos extrajudiciales fueron aprobados por el Tribunal de Bancarrota del Distrito Sur de Nueva York el 4 de febrero de 2014.

El 21 de marzo de 2014, el Tribunal antes indicado aprobó el plan de

⁷⁸¹ Hasta el momento se han beneficiado 455 clientes de BLMIS bajo el programa *Hardship*.

distribución de los demandantes colectivos. La demanda colectiva *Shapiro-Hill*, consistía en clientes de BLMIS, incluyendo sucesores o cesionarios, que tenían capital directamente invertido en BLMIS a fecha de 11 de diciembre de 2008. El administrador de reclamaciones del fondo de acuerdos extrajudiciales colectivos encargado de la supervisión y administración de la notificación y la gestión de las reclamaciones fue AlixPartners LLP, quien a fecha 15 de septiembre de 2014 envió cartas a todos los demandantes colectivos notificándoles sobre las pérdidas netas de cada uno de ellos y los posibles recursos legales. El TDSNY aprobó la petición del administrador de reclamaciones para la distribución de fondos el 24 de noviembre de 2014. Como resultado, el 12 de diciembre de 2014, los inversores recibieron sus respectivos cheques.

9.2.6.2.10 Controversia Jurisprudencial en la Actuación del Administrador de Bancarrota

El administrador judicial nombrado para administrar el patrimonio de un operador Ponzi en un caso de bancarrota estará obligado a seguir en primer lugar lo establecido en el Título 11 del Código de Bancarrota de los Estados Unidos. Sin embargo, una decisión del Tribunal Supremo de 2011 en el caso *Stern v. Marshall*⁷⁸² podría convertir el trabajo del administrador en algo más problemático. De acuerdo con esta decisión, el Tribunal Supremo fundamentó que un tribunal de bancarrota no tiene suficiente autoridad constitucional para emitir una decisión final en una contrademanda interpuesta por parte del deudor operador Ponzi contra un acreedor debido a que estos tribunales no tienen competencia para revisar las pruebas de tal reclamación. En este sentido, la sentencia aclara que sólo los tribunales ordinarios establecidos de acuerdo al Artículo III de la Constitución de Estados Unidos pueden llevar a cabo dicha tarea⁷⁸³. El alcance y el impacto de esta decisión en los casos piramidales Ponzi pueden resultar cruciales dado que crean incertidumbre en el procedimiento de bancarrota, limitando la capacidad de dichos tribunales de conocer a fondo el respectivo caso. A pesar de ello, el resultado estratégico aún no se ha podido comprobar puesto que hasta la fecha no se ha publicado más jurisprudencia al

⁷⁸² *Stern v. Marshall*, 131 S. Ct. 2594 (2011).

⁷⁸³ Véase el Artículo III de la Constitución de los Estados Unidos en <https://www.law.cornell.edu/constitution/articleiii>.

respecto.

En lo relativo al caso Madoff, en *In re Fairfield Sentry Ltd*⁷⁸⁴, los deudores alegaron que por culpa del fraude cometido por este, la empresa *Fairfield Sentry* habría cometido errores de cálculo del valor neto de los activos de las acciones de inversión de los demandados, lo que resultó en una inflación de los pagos de amortización. Estos demandaron en los tribunales estatales por enriquecimiento injusto, error en los pagos y fideicomiso forzoso. Sin embargo, los tribunales de distrito decidieron que de acuerdo con la decisión de *Stern*, el juez de bancarrota no tenía jurisdicción para conocer el caso, dado que carecía de autoridad constitucional para entender dichas demandas.

Por otro lado, en el caso *Kelley v. JPMorgan Chase & Co.*⁷⁸⁵ el tribunal de distrito indicó que la decisión en *Stern*, por su propio lenguaje, era una decisión limitada y que no se aplicaba a los casos de reclamación de transferencias fraudulentas. El tribunal destacó la importancia de este tipo de reclamaciones en la jurisdicción de los tribunales de bancarrota y dejó claro que de acuerdo a su criterio, la decisión *Stern* no se aplicaba. Así, decía el propio tribunal “*el proceso de conseguir que los activos obtenidos fraudulentamente vuelvan al patrimonio del deudor y sean distribuidos en beneficio de todos los acreedores es uno de los procedimientos esenciales al ajuste y reestructuración de las relaciones deudor-creedor que es el eje central de la jurisdicción federal de bancarrota*⁷⁸⁶”.

Al mismo tiempo, otras decisiones procedentes de otros tribunales de bancarrota han limitado el alcance de la decisión *Stern*, por ejemplo en *Heller Ehrman LLP v. Arnold & Porter, LLP*⁷⁸⁷, el tribunal de bancarrota decidió que *Stern* no era determinante en cuanto a las reclamaciones de transferencias fraudulentas de acuerdo a la sección 548 del Código de Bancarrota, concluyendo que el Tribunal Supremo no especificó que los jueces de bancarrota careciesen de capacidad para emitir decisiones finales por este tipo de reclamaciones. De hecho, enfatizó repetidamente, que la decisión en *Stern* tiene un alcance preciso y limitado para las contrarreclamaciones.

⁷⁸⁴ *Krys v. Farnum Place, LLC (In re Fairfield Sentry Ltd.)*, 2014 WL 4783370, *4-5 (2d Cir. 2014).

⁷⁸⁵ *Kelley v. JPMorgan Chase & Co.*, 2011 U.S. Dist. LEXIS 107427 at *18-24 (D. Minn. 2011).

⁷⁸⁶ *Id.*

⁷⁸⁷ *Heller Ehrman LLP v. Arnold & Porter, LLP (In re Heller Ehrman LLP)*, 464 B.R. 348, 2011 U.S. Dist. LEXIS 143223 (N.D. Cal. 2011).

9.2.6.2.11 Las Principales Víctimas de Bernard Madoff

El total de las víctimas de Bernard Madoff sumaron aproximadamente 13.600, según una lista que se publicó un par de meses después de que este personaje fuese arrestado. Esta lista es muy variada e incluye estrellas de Hollywood como Kevin Bacon y Zsa Zsa Gabor, el presentador estrella de CNN, Larry King, el famoso beisbolista Sandy Koufax, el ex Beatles Ringo Starr, el cineasta Pedro Almodóvar, la fundación Wunderkinder de Steven Spielberg, el entrenador de fútbol Louis Van Gaal, el senador por el estado de Nueva Jersey, Frank Lautenberg, la Universidad de Columbia, el Banco Santander, el BBVA, Bank of America, y BNP Paribas, entre otros⁷⁸⁸.

A continuación, detallaremos una lista de víctimas con mayor exposición al fraude perpetrado por Madoff⁷⁸⁹:

Tabla 9. Víctimas con Mayor Exposición en el Caso Madoff

Inversor	Tipo	Exposición potencial (en millones de dólares)
Fairfield Sentry (Fairfield Greenwich Group)	Firma de inversión estadounidense (otorgaba fondos a Madoff)	7.500
Grupo Santander	Banco español	3.500
Kingate Management	Fondo de cobertura de riesgo de Bermudas (otorgaba fondos a Madoff)	3.500
Tremont Capital	Fondo de fondos	3.100
Rye Investment Management	Fondo de cobertura de riesgo estadounidense (otorgaba fondos a Madoff)	3.100
Bank Medici of Austria	Banco austriaco	2.800

⁷⁸⁸ Diario El Clarín (2015). *Revelan la Larga Lista de Ricos y Famosos Estafados por Madoff*. Descargado de <http://edant.clarin.com/diario/2009/02/06/elmundo/i-01853487.htm>.

⁷⁸⁹ The Wall Street Journal (2009, 9 de marzo). *Madoff's Victims*. Descargado de http://s.wsj.net/public/resources/documents/st_madoff_victims_20081215.html; Véase también Blodget, H. (2008, 23 de diciembre). Bernie Madoff's Victims: The List. *Business Insider*. Descargado de <http://www.businessinsider.com/2008/12/bernie-madoff-hosed-client-list>.

Ascot Partners	Fondo de cobertura de riesgo estadounidense (otorgaba fondos a Madoff)	1.800
Access International Advisors	Fondo de cobertura de riesgo estadounidense (otorgaba fondos a Madoff)	1.400
Fortis Bank Nederland	Banco holandés	1.350
Thema Fund	Fondo de cobertura de riesgo irlandés (otorgaba fondos a Madoff)	1.100
HSBC	Banco británico	1.000
Genevalor Benbassat & Cie	Banco suizo (otorgaba fondos a Madoff)	935
Aurelia Finance	Banco suizo (otorgaba fondos a Madoff)	800
Union Bancaire Privée	Banco suizo	700
Natixis	Banco francés	600
Royal Bank of Scotland	Banco británico	600
Sterling Equities	Firma de inversión	500
BNP Paribas	Banco francés	475,3
BBVA	Banco español	404
EIM Group	Banco europeo	230
Bank Austria	Banco austriaco	192,1
M&B Capital Advisers	Compañía de manejo de fondos español	187,9
Universidad Yeshiva	Donación dada a esta universidad judío-americana	140
Dexia	Banco franco-belga	106,9
Unicredit	Banco italiano	100
Royal Dutch Shell	Fondo de pensiones anglo-holandés	45
Great Eastern Holdings	Banco de Singapur	43,9
Royal Bank of Canada	Banco canadiense	40,4
Sumitomo Life Insurance Co.	Compañía de seguros japonesa	22
Madoff Family Foundation	Institución de caridad	19
Société Générale	Banco francés	13,5
Credit Agricole	Banco francés	12,32
Mitsubishi UFJ Financial	Banco japonés	11

Group		
Banco Popolare	Banco italiano	9,86
Korea Teachers Pension	Fondo de pensiones para profesores coreano	9,1
Caja Madrid	Institución financiera española	3,1
New York Law School	Escuela de Derecho en Nueva York	3
Caisse des dépôts et consignations	Institución financiera francesa	1

Fuente: The Wall Street Journal y Business Insider.

De la estafa total valorada en unos 65.000 millones de dólares⁷⁹⁰, el importe total de capital recuperado ha sido de 10.500 millones de dólares, el cual representa la recuperación del 60% de 17.500 millones de dólares del capital perdido por parte de las víctimas⁷⁹¹. Por otra parte, según el administrador Picard, hasta la fecha las pérdidas han ascendido hasta 20.000 millones de dólares⁷⁹².

9.2.6.2.12 La Compensación de Víctimas Bajo el Esquema de Confiscaciones

Durante las últimas décadas, el Congreso aprobó leyes federales civiles y penales que autorizaban al Departamento de Justicia para la confiscación de aquellos activos que fuesen producto de actividades ilegales, así como de los bienes empleados en la comisión de delitos⁷⁹³. Del mismo modo, podrán ser confiscados o retenidos los ingresos en efectivo producto del crimen organizado, del narcotráfico, de los

⁷⁹⁰ CNN (2010, 17 de diciembre). *Víctimas de Madoff Reciben Pago*. Descargado de <http://www.cnnexpansion.com/economia/2010/12/17/familiares-de-estafador-regresan-botin>.

⁷⁹¹ Mazo, E. (2014, 24 de diciembre). Las Víctimas de Madoff Recuperan el 60% del Capital Perdido. *expansión.com*. Descargado de <http://www.expansion.com/2014/12/24/mercados/1419436796.html>.

⁷⁹² Véase supra nota 790.

⁷⁹³ U.S. Department of Treasury (2015). *History of Anti-Money Laundering Law*. Descargado de http://www.fincen.gov/news_room/aml_history.html.

esquemas piramidales y de otros tipos de delitos⁷⁹⁴. Con el producto del decomiso se pagarían a las víctimas del fraude de Madoff⁷⁹⁵.

A raíz del escandaloso fraude piramidal de Bernard Madoff, la Fiscalía de los Estados Unidos, y en particular la Oficina del Distrito Sur de Nueva York crearon un fondo para compensar a las víctimas. El Fondo de Compensación de Víctimas de Madoff (*Madoff's Victim Fund* o MVF por sus siglas en inglés) fue creado para manejar la distribución de esos fondos decomisados entre las víctimas del fraude perpetrado por la empresa BLMIS y las sociedades vinculadas a esta. Dicho Fondo está bajo la supervisión del Departamento de Justicia de los Estados Unidos y es independiente de los fondos de la SIPC o de los procedimientos de bancarrota relativos a la empresa BLMIS. Para su distribución, el Departamento de Justicia nombró a Richard C. Breeden como Abogado Gestor Especializado a los efectos de la administración y distribución de los fondos decomisados a las víctimas de Madoff⁷⁹⁶.

En el marco del proceso abierto en conexión con la compensación de las víctimas del Caso Madoff, los días 14 y 17 de diciembre de 2012 el gobierno de los Estados Unidos presentó una solicitud para que el tribunal neoyorkino declarase que la restitución completa del dinero a las víctimas a través de la SIPC era algo casi imposible y que en base a ello, permitiera al gobierno distribuir entre las víctimas el dinero procedente de los bienes decomisados de acuerdo con la normativa del Departamento de Justicia. Estas peticiones fueron aprobadas el 22 de enero de 2013⁷⁹⁷. Desde esa fecha, el Departamento de Justicia se comprometió a devolver los fondos a las víctimas afectadas por el fraude piramidal; y hasta la fecha el MVF ha sido capaz de compensar en aproximadamente 1.300 millones de dólares a las víctimas procedentes de los bienes decomisados⁷⁹⁸.

⁷⁹⁴ U.S. Department of Justice (2015). *Participants and Roles*. Descargado de <http://www.justice.gov/afp/participants-and-roles>.

⁷⁹⁵ Véase el texto completo de la Ley de Reforma de la Confiscación de Activos Civiles (*Civil Asset Forfeiture Reform Act of 2000*) en <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-106hr1658enr/pdf/BILLS-106hr1658enr.pdf>.

⁷⁹⁶ Mr. Breeden sirvió como presidente de la Comisión de Valores e Intercambios de Estados Unidos durante los años 1989-1993. Además, Breeden fue seleccionado como Gestor Especializado en famosos procesos de bancarrota como WorldCom, Inc., Hollinger y Fannie Mae. En 2012 este administrador y su firma distribuyeron aproximadamente 728 millones de dólares a más de 8.500 víctimas en el fraude de valores en Adelphia Communications Corp. Este fue el mayor caso en cuanto a la distribución de bienes y fondos decomisados en la historia del Departamento de Justicia.

⁷⁹⁷ Una petición muy similar había sido anteriormente aprobada por el Juez Denny Chin, el mismo juez que condenara a Bernard L. Madoff en 2009.

⁷⁹⁸ RCB Fund Services (2015). *May 2015 Update from the Special Master*. The Madoff Victim Fund. Descargado de <http://madoffvictimfund.com/>.

9.2.6.2.13 El Papel del Gestor Especializado

La decisión final sobre cada reclamación presentada ante el MVF corre a cargo de un juez administrativo encargado de la resolución final. Estos jueces trabajan para la Sección de Confiscación de Bienes y Lavado de Dinero de la División Criminal del Departamento de Justicia⁷⁹⁹. Además, el Gestor Especializado y su firma, deberán llevar a cabo el trabajo del día a día respecto a la preparación y revisión de las reclamaciones y las recomendaciones para que el juez emita las respectivas resoluciones⁸⁰⁰. Es decir, la aprobación final de todos los aspectos de las reclamaciones y las decisiones en el proceso de distribución estarán a cargo del Departamento de Justicia, mientras que el Gestor Especializado administrará la tramitación de las solicitudes para permitir la distribución de los fondos lo antes posible⁸⁰¹. En el caso Madoff, el Gestor Especializado ha pasado más de 3 años trabajando con el Administrador encargado del procedimiento de bancarrota de BLMIS, recopilando información sobre las cuentas de dicha empresa y verificando los depósitos en efectivo, retiradas de fondos y transferencias de cada cuenta asociada con BLMIS.

En la medida de lo posible y con el fin de evitar la repetición de trabajo que ya se hizo desde el 2009 hasta el 2011 por parte del Administrador y de los Tribunales de Bancarrota, el Gestor Especializado y el Departamento de Justicia utilizaron los datos personales y las reclamaciones ya disponibles para efectuar la distribución del MVF. Sin embargo, cabe indicar que la normativa aplicable y los requisitos legales para la remisión de los pagos en virtud del Fondo de Víctimas y de bienes decomisados, de acuerdo a la Ley de Confiscaciones, son diferentes a la normativa y a los requisitos establecidos por la Ley SIPA. En este sentido, las reclamaciones serán nuevamente revisadas por el Gestor Especializado del Fondo de Víctimas, que

⁷⁹⁹ Véase el Título 28 de la CFR en http://www.madoffvictimfund.com/Documents/28_CFR_Part9_Regulations.pdf

⁸⁰⁰ RCB Fund Services (2015). *About the Special Master*. The Madoff Victim Fund. Descargado de http://madoffvictimfund.com/About_Richard_Breeden.shtml.

⁸⁰¹ *Id.*

deberá descontar los fondos que los clientes hubiesen recibido por parte de la SIPC para que nadie recupere más de lo que le corresponda⁸⁰².

Cabe destacar que, a diferencia de los amplios poderes otorgados al Administrador SIPA, el Gestor Especializado del MVF en el proceso de recuperación de inversiones no tiene facultad para presentar demandas contra ningún acreedor. Es decir, mientras que en el proceso de bancarrota los Administradores están facultados para presentar demandas de impugnación y evitar que determinados pagos o transferencias que tuvieron lugar antes del proceso de bancarrota sean consumados⁸⁰³, el Gestor del Fondo de Víctimas no tiene ni el poder de un Administrador SIPA ni la obligación de llevar a cabo demandas de impugnación. Su labor es simplemente la de emitir recomendaciones y hacer propuestas de distribución al Departamento de Justicia, que decidirá si las acepta o las rechaza en base a la legislación vigente.

9.2.6.2.14 Funcionamiento del Fondo de Víctimas de Madoff – MVF

El MVF es completamente independiente del proceso SIPA, de manera que los acuerdos alcanzados previamente por el Administrador SIPA con alguna de las partes no serán vinculantes para el mismo. En el MVF, el Gestor Especializado, o en su defecto, el Departamento de Justicia, serán los encargados de revisar dichos acuerdos de manera independiente y decidir qué efecto deberán tener las decisiones tomadas en el proceso de bancarrota, a efectos de la distribución del producto de los bienes decomisados.

El 18 de noviembre de 2013, el Fiscal General de los Estados Unidos del Distrito Sur de Nueva York y la Sección de Confiscación de Activos y Lavado de Dinero del Departamento de Justicia (*Asset Forfeiture and Money Laundering Section of the Department of Justice* o AFML en inglés) comenzaron a recibir reclamaciones por parte de las víctimas del fraude perpetrado por la empresa BLMIS. A dicha fecha, el MVF contaba con más de 4.000 millones de dólares que la oficina del Fiscal General estadounidense había logrado recuperar⁸⁰⁴. Ese mismo año, esta oficina se

⁸⁰² RCB Fund Services (2015). *Frequently Asked Questions*. The Madoff Victim Fund. Descargado de <http://madoffvictimfund.com/FAQ.shtml>.

⁸⁰³ *Id.*

⁸⁰⁴ Véase supra nota 798.

comprometió a aumentar la transparencia de los nuevos estándares sobre la elegibilidad de las víctimas, así como de los procesos utilizados para la recuperación de activos invertidos con Madoff. En su página web, el Gestor Especializado del MVF publicó la información necesaria para resolver las dudas de aquellos acreedores que aún no habían sido compensados en los procedimientos de bancarrota y que querían interponer reclamaciones a través de este otro sistema alternativo⁸⁰⁵.

De acuerdo con las reglas establecidas por el Fondo, cualquier persona que hubiese sido víctima del fraude perpetrado por BLMIS podría interponer una reclamación cuando⁸⁰⁶:

- (i) Hubiese perdido dinero como resultado de una inversión destinada o gestionada por la empresa BLMIS—ya fuese directamente, o a través de un fideicomiso familiar, una empresa de inversión, un fondo gestionado por un banco, o un fondo alimentador;
- (ii) El dinero perteneciese a la víctima; y,
- (iii) Ese dinero se hubiese perdido como resultado del colapso y bancarrota de la empresa BLMIS.

Por otro lado, cabe resaltar que el único legitimado para interponer una reclamación en el proceso de recuperación a través del MVF era el inversor. Mientras que, en los procedimientos de bancarrota, los intermediarios financieros denominados conductos (*conduits*) o cualquier otro instrumento de inversión colectiva que invirtieron en la empresa de Madoff también estaban legitimados.

En este sentido, solo las víctimas que fueron capaces de demostrar que invirtieron su propio dinero y que tuvieron una pérdida en el valor de sus inversiones, tuvieron derecho a reclamar a través de dicho Fondo⁸⁰⁷. Además, aquellos acreedores cuyas reclamaciones fueron denegadas en los procedimientos de bancarrota tuvieron aún la potestad de iniciar una reclamación a través del MVF, cuya fecha límite para la presentación de reclamaciones fue el 30 de abril de 2014⁸⁰⁸.

Por último, para que el MVF pueda resarcir a las víctimas, estas debieron rellenar un formulario con toda la información relativa a la inversión con BLMIS y todas

⁸⁰⁵ Véase supra nota 802.

⁸⁰⁶ *Id.*

⁸⁰⁷ *Id.*

⁸⁰⁸ *Id.*

las pruebas sobre las pérdidas netas. De la misma forma, las víctimas deberán incluir información sobre los fondos recibidos en los procedimientos de bancarrota.

9.2.6.2.15 Diferencias entre el Fondo de Víctimas y el Proceso de Bancarrota

El MVF y el proceso de bancarrota son dos programas que persiguen objetivos diferentes. El MVF está diseñado para ayudar a todas las personas que sufrieron una pérdida pecuniaria como resultado del esquema piramidal. Es un programa de largo alcance que persigue la recuperación de los bienes y de los activos que fueron utilizados para llevar a cabo una actividad criminal, con el fin de compensar a las víctimas. Este programa tiene como objetivo desincentivar la comisión de actividades ilegales mediante la confiscación de las ganancias generadas por las mismas. Este programa también pretende impartir justicia, y llevar a cabo el cumplimiento de la ley y la ayuda a las víctimas. Por su parte, el Código de Bancarrota y la SIPA están diseñadas para establecer una prelación en el pago de las deudas a favor de los clientes y de los acreedores. Los procedimientos de bancarrota son sumamente importantes para la economía estadounidense, pero siempre dentro del ámbito comercial.

Por todo ello, en el caso Madoff, algunas de las personas elegibles para recibir dinero a través de los procedimientos de bancarrota no fueron necesariamente víctimas de la estafa piramidal. Es decir, hubo personas que resultaron ser elegibles para ser reembolsadas mediante el proceso de bancarrota, aún cuando no habían invertido directamente en BLMIS.

Entre las similitudes de ambos procesos destacamos que, el Fondo de Compensación de Víctimas utiliza un método de valoración de las pérdidas netas similar al utilizado por la Ley SIPA denominado método de “inversión y retirada de dinero” (*cash-in, cash-out*). Además, a pesar de que los dos fondos se administren por separado y se rijan por diferentes leyes, estos fondos tienen objetivos complementarios, y en última instancia, las víctimas de Madoff pueden beneficiarse de ambos siempre que cumplan con los requisitos legales establecidos por la ley y actúen de buena fe⁸⁰⁹.

⁸⁰⁹ *Id.*

En definitiva, debemos resaltar que existen diferencias en cuanto a la recuperación que puede llevar a cabo un administrador de bancarrota a través de litigios civiles, o lo que un Gestor Especializado de un Fondo de Víctimas puede solicitar a través del proceso de remisión de activos para la indemnización de los inversores. Por ello, es importante reiterar que existen dos vías para la recuperación de activos y diferentes requisitos para acceder a la distribución de fondos pertenecientes al ex empresario. Ambos procesos son completamente independientes, aunque complementarios.

9.2.6.2.16 El Proceso de Remisión de Activos Civiles Decomisados

La Ley Federal sobre la Reforma de Confiscación de Activos Civiles del año 2000 (*Civil Asset Forfeiture Reform Act* o CAFRA por sus siglas en inglés) establece la restitución y el pago de los fondos decomisados procedentes de actividades delictivas, a través del proceso de remisión (*remission process*). Esta ley permite además que, bajo ciertos requisitos, a pesar de que se haya procedido con la venta, transferencia y asignación de reclamaciones a terceros en los procedimientos de bancarrota, las víctimas de Madoff puedan recuperar aun así su dinero a través del proceso MVF.⁸¹⁰ Ello se debe a que las ventas o transferencias de derechos realizadas no quitan que ciertos acreedores pierdan la condición de víctimas de acuerdo a las normas de confiscación⁸¹¹. En estas situaciones, el monto que les pertenece a las víctimas a través del MVF será reducido por la cantidad recuperada directa o indirectamente en el proceso de bancarrota, incluyendo el pago a terceros.

Además, con algunas excepciones, CAFRA prohíbe expresamente el pago a terceras partes que hayan comprado las reclamaciones en el proceso de bancarrota cuando estas no hubiesen sido víctimas de la actividad fraudulenta. En definitiva, no todas las personas con derecho a recibir los pagos por reclamaciones en el proceso de bancarrota tendrán derecho a recuperar los fondos del MVF.

⁸¹⁰ Véase el texto completo de la Ley Federal sobre la Reforma de Confiscación de Activos Civiles en <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-106publ185/pdf/PLAW-106publ185.pdf>

⁸¹¹ Phelps, K. y Rhodes, S. (2012). *The Battle of Forfeited Assets: Third Party Claims and Cooperation Agreements*. Descargado de http://www.theponzibook.com/ABA_2012_Spring_Meeting_Phelps_Rhodes_Forfeiture.pdf

Hasta la fecha, 16.519 personas han presentado reclamaciones bajo el procedimiento de bancarrota; de todas ellas, solo 2.512 fueron aprobadas⁸¹². En julio de 2015, 1.500 personas fueron completamente compensadas, mientras que las restantes 1.000 recuperaron el 43% de sus pérdidas⁸¹³. Por ello, es importante que el MVF ayude a los miles de nuevos reclamantes que hasta la fecha no han podido recuperar absolutamente nada de sus inversiones y cuyas pérdidas fueron devastadoras. La razón por la que algunos acreedores no han podido recuperar capital alguno es porque de acuerdo al Código de Bancarrota y la Ley SIPA, muchos de ellos no se ajustan a las definiciones de “cliente” o “acreedor” a efectos del reembolso de dinero. En este sentido, los tribunales de bancarrota no cuentan con ningún poder discrecional para alterar las definiciones estatutarias, por lo que solo deben limitar a aplicar la ley. Sin embargo, afortunadamente para los inversores, el MVF aplicó leyes diferentes sobre confiscación que definen el concepto de víctimas de una manera más amplia, con el objetivo de hacer justicia a las personas que fueron dañadas por una actividad criminal, aun cuando estas personas no hayan tenido una relación directa con los delincuentes. Esto es fundamental para compensar a miles de víctimas que se quedaron fuera del programa de compensación a través del proceso SIPA de los tribunales de bancarrota.

9.2.6.2.17 Actualidad y Progreso en la Recuperación del MVF

El MVF ha recibido más de 63.737 reclamaciones de personas procedentes de 135 países cuyas pérdidas ascienden a 77.300 millones de dólares. En el período comprendido entre el 30 de abril de 2014 y el 15 de mayo de 2015, el MVF completó la revisión de 34,257 reclamaciones para determinar si estas cumplían con todos los requisitos para la recuperación y remisión de fondos. De estas reclamaciones, más de 3.819 fueron denegadas por no cumplir con lo establecido por la ley. Además, hasta mediados del 2015, el MVF ha revisado aproximadamente el 54% del total del número de reclamaciones⁸¹⁴.

De todas estas reclamaciones, el Gerente Especial recomendó que 7.010 de las mismas fuesen aprobadas y se procediera a la compensación de las víctimas por

⁸¹² Véase supra nota 798.

⁸¹³ *Id.*

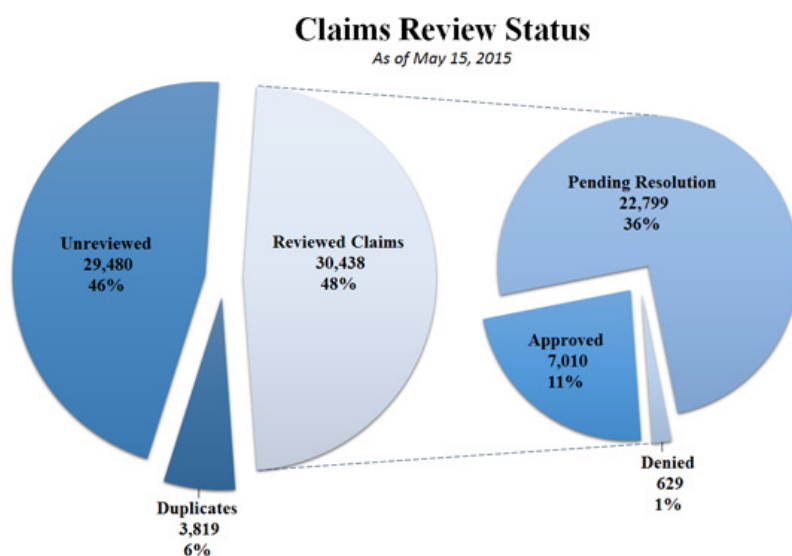
⁸¹⁴ *Id.*

el Departamento de Justicia. Se calcula que unas 3.900 reclamaciones más serán aprobadas para que sean compensadas próximamente. Las pérdidas agregadas de todos ellos superan los 1.300 millones de dólares⁸¹⁵.

Por otra parte, el principal obstáculo para completar el proceso de revisión de estas reclamaciones es que algunas de estas fueron presentadas defectuosamente o necesitaban más documentación. Concretamente, más de 22.799 de las reclamaciones recibidas en el 2015, es decir un tercio de ellas, se encontraban suspendidas y pendientes de resolución⁸¹⁶.

Como podemos ver en el gráfico a continuación, el Fondo ha llevado a cabo una gran labor en este último año. Sin embargo, aún falta un poco menos de la mitad de la resolución del total de las reclamaciones. En el siguiente gráfico mostramos las principales estadísticas.

Gráfico 23. Estado de la Revisión de las Reclamaciones



Fuente: Madoff Victims Fund

En cuanto al valor, el MVF ha verificado hasta la fecha reclamaciones de hasta 18.500 millones de dólares que no serán aprobadas por no cumplir los requisitos de compensación de deudas. Esto se debe, principalmente, al hecho de que las pérdidas

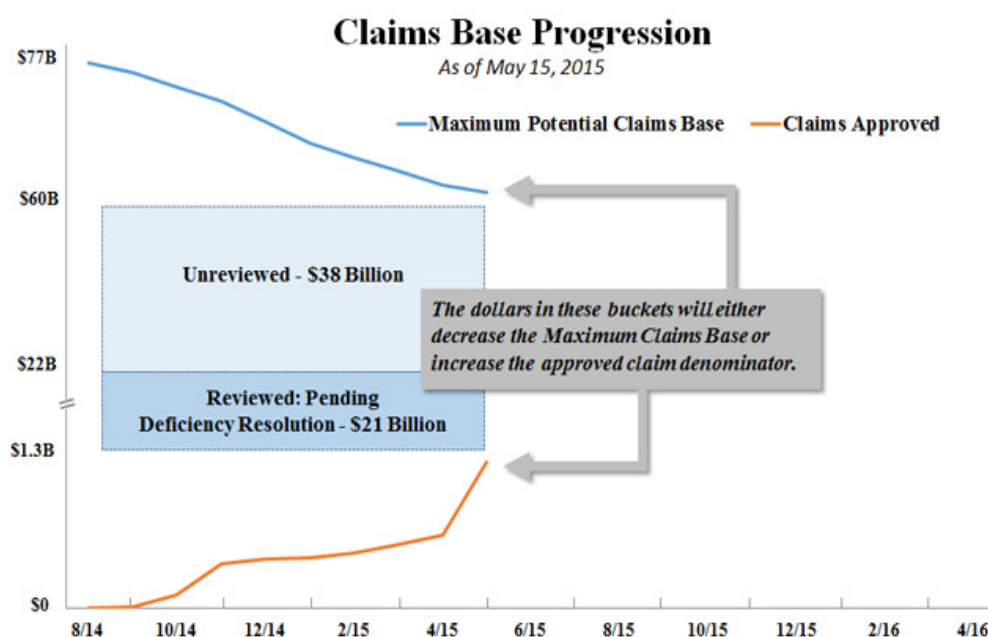
⁸¹⁵ *Id.*

⁸¹⁶ *Id.*

reales eran inferior al valor de las reclamaciones presentadas por algunas víctimas. Lo que significa que, en total, el valor estimado de pérdidas de acuerdo a las reclamaciones pasó de 77.300 millones de dólares a 58.800 millones de dólares⁸¹⁷.

En el siguiente gráfico podemos ver la progresión de la revisión de las reclamaciones de acuerdo al valor estimado de pérdidas.

Gráfico 24. Progreso Base de las Reclamaciones



Fuente: Madoff Victims Fund

9.2.6.2.18 El Acuerdo Extrajudicial Entre la Fiscalía y JPMorgan Chase

Uno de los logros más importantes del MVF fue la remisión de los fondos recuperados de hasta por 1.700 millones de dólares, mediante el acuerdo extrajudicial logrado entre la Fiscalía y JPMorgan Chase, entidad bancaria donde Madoff mantuvo la cuenta principal a través de la cual gestionaba su fraude⁸¹⁸. De acuerdo a los

⁸¹⁷ *Id.*

⁸¹⁸ Mullaney, T. y McCoy, K. (2014, 7 de enero). JPMorgan Pays \$2.6 Billion in Madoff Settlements. *USA Today*. Descargado de <http://www.usatoday.com/story/money/business/2014/01/07/jpmorgan-fined-in-madoff-case/4354087/>.

documentos judiciales presentados por los Fiscales Federales en Nueva York, Madoff operó el fraude piramidal de 1986 a 2008 desde su cuenta bancaria que disponía en dicha entidad, donde a su vez, casi todos sus clientes depositaban dinero en efectivo que el propio ex empresario se encargaba de retirar. Asimismo, estos fiscales también aportaron pruebas de que los analistas de JPMorgan Chase habían presentado al menos un memorándum en donde se detallaban sospechas sobre las operaciones y custodia de los activos, la contabilidad, y los estados de cuenta relativos a la inversión en valores de Madoff. Dicho banco, sin embargo, nunca reportó este hecho a las autoridades⁸¹⁹.

Este acuerdo supuso el mayor logro en relación con la confiscación de fondos en el ámbito bancario, y sirvió, a su vez, para que se retirasen las acusaciones en contra de JPMorgan Chase por violación de numerosas disposiciones de la Ley de Secreto Bancario (*Bank Secrecy Act* o BSA por sus siglas en inglés)⁸²⁰. De esta manera, dicho banco evitó una mayor sanción por la violación de la normativa bancaria—incluyendo las disposiciones contra el lavado de dinero—que requiere el reporte de actividades sospechas y de indicios de fraude de los depositantes. Este acuerdo de pago supuso otro duro golpe para el JPMorgan Chase, que no se había ni siquiera recuperado de los efectos de la crisis *subprime* y del pago al gobierno estadounidense de más de 13.000 millones de dólares a fin de cerrar los procesos en su contra debido a malas prácticas en la venta de préstamos hipotecarios⁸²¹.

9.3. Esquemas Ponzi en España

9.3.1 Regulación del Derecho Penal Económico en España

El Título XIII de nuestro Código Penal de 1995⁸²² trata y hace referencia a los “Delitos contra el Patrimonio y contra el Orden Socioeconómico”. En este título se detallan las características de cada uno de ellos y la responsabilidad para estos tipos de delitos.

⁸¹⁹ *Id.*

⁸²⁰ Véase el texto completo de la ley en http://www.fincen.gov/statutes_regs/bsa/.

⁸²¹ Barett, D. y Fitzpatrick, D. (2013, 19 de noviembre). JPMorgan, U.S. Settle for \$13 Billion: Deal Ends a Number of Legal Headaches for Largest U.S. Bank. *The Wall Street Journal*. Descargado de <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304439804579207701974094982>.

⁸²² Véase el texto completo de Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Penal/lo10-1995.html.

Según parte de la doctrina, en concreto la que representa el catedrático Martínez-Buján Pérez, la delincuencia económica se encuentra bajo el marco relativo a *“las infracciones cometidas por personas de nivel socioeconómico elevado que, actuando en el ejercicio de su actividad profesional, y mediante el abuso de la confianza inherente a las relaciones sociales, lesionan o ponen en peligro el orden económico”*⁸²³. Lo cierto es que este tipo de delitos socioeconómicos y patrimoniales se suceden de forma habitual. Entre otros podemos destacar:

- Delito de blanqueo de capitales: El blanqueo de capitales es un delito recogido en el Código Penal Español en el artículo 301⁸²⁴ y siguientes. Hace referencia a la manipulación de activos en una dirección u otra, sabiendo que estos tienen un origen ilícito. La condena se establece entre seis meses y seis años de cárcel, así como multa por el triple del valor del bien. Este delito posee un desarrollo normativo en relación al narcotráfico en la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención de blanqueo de capitales y de financiación del terrorismo;
- Delito de Falseamiento de las Cuentas Anuales: En España está considerado tanto por la doctrina como por el Código Penal como un delito societario recogido en el artículo 290 del mismo Código. Este artículo expresa lo siguiente: *“Los administradores, de hecho o de derecho, de una sociedad constituida o en formación, que falsearen las cuentas anuales u otros documentos que deban reflejar la situación jurídica o económica de la entidad, de forma idónea para causar un perjuicio económico a la misma, a alguno de sus socios, o a un tercero, serán castigados con la pena de prisión de uno a tres años y multa de seis a doce meses”*⁸²⁵;
- Delito de Insolvencia Punible: Este delito está recogido en el Capítulo VII del Código Penal. La variación más representativa y que se verá reflejada en alguno de los casos que vamos a analizar es la que se encuentra en el artículo 260 del Código, que dice así: *“El que fuere declarado en concurso*

⁸²³ Martínez-Buján, C. (1998). *Derecho Penal Económico: Parte General*. Tirant Lo Blanch.

⁸²⁴ Véase el texto de dichos artículos en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Penal/lo10-1995.l2t13.html. El artículo 301.1 indica: *“El que adquiera, posea, utilice, convierta, o transmita bienes, sabiendo que éstos tienen su origen en una actividad delictiva, cometida por él o por cualquiera tercera persona, o realice cualquier otro acto para ocultar o encubrir su origen ilícito, o para ayudar a la persona que haya participado en la infracción o infracciones a eludir las consecuencias legales de sus actos”*.

⁸²⁵ Véase el texto del artículo 290 del Código Penal en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Penal/lo10-1995.l2t13.html.

*será castigado con la pena de prisión de dos a seis años y multa de ocho a 24 meses, cuando la situación de crisis económica o la insolvencia sea causada o agravada dolosamente por el deudor o persona que actúe en su nombre*⁸²⁶;

- Delito de Alzamiento de Bienes: Variante del delito de Insolvencia Punible recogido en el Capítulo VII, concretamente en el artículo 257 dice así: *“El que se alce con sus bienes en perjuicio de sus acreedores o quien con el mismo fin, realice cualquier acto de disposición patrimonial o generador de obligaciones que dilate, dificulte o impida la eficacia de un embargo o de un procedimiento ejecutivo o de apremio, judicial, extrajudicial o administrativo, iniciado o de previsible iniciación*⁸²⁷;
- Delito de Estafa Cualificada: Se trata de un delito de estafa tal y como analizamos anteriormente en el artículo 248 del Código Penal, pero agravado, ya que según se establece en el artículo 250.1.6 *“[s]e comete abuso de las relaciones personales existentes entre víctima y defraudador, o aprovecha éste su credibilidad empresarial o profesional*⁸²⁸;
- Delito de Apropiación Indebida: Delito recogido en los artículos 52 y siguientes, pertenecientes a la sección 2 del Capítulo VI del Código Penal que principalmente hace referencia a *“los que en perjuicio de otro se apropiaren o distrajeren dinero, efectos, valores o cualquier otra cosa mueble o activo patrimonial que hayan recibido en depósito, comisión o administración, o por otro título que produzca obligación de entregarlos o devolverlos, o negaren haberlos recibido, cuando la cuantía de lo apropiado exceda de cuatrocientos euros*⁸²⁹; y,
- Delitos contra la Hacienda Pública: Los delitos contra la Hacienda Pública se encuentran recogidos en el título XIV del Código Penal. Formalmente, de acuerdo a la redacción de dicho Código, no son considerados como delitos socioeconómicos ya que no se incluyen dentro del título XIII del mismo. Sin embargo, dado su carácter monetario y puramente económico es unánime la opinión de la doctrina acerca de su clasificación como delitos

⁸²⁶ *Id.*

⁸²⁷ *Id.*

⁸²⁸ *Id.*

⁸²⁹ Véase el texto del artículo 52.1 del Código Penal en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Penal/lo10-1995.11t3.html.

penales económicos. Este tipo de delitos hace referencia a la evasión de impuestos o la obtención indebida de devoluciones de Hacienda. La pena establecida para dicho delito, sin entrar en detalles, es *“la pena de prisión de uno a cinco años y multa del tanto al séxtuplo de la citada cuantía, salvo que hubiere regularizado su situación tributaria en los términos del apartado 4 del presente artículo”*⁸³⁰.

9.3.2 El caso de la Estructura Piramidal en España

Los casos que van a ser analizados de aquí en adelante corresponden con lo que se conoce como estafas piramidales o *Ponzi Scheme*. Esta estructura, en concreto la simple estafa, corresponde con un acto cometido por sujetos a consumidores o inversores de la forma definida en la Sentencia del Tribunal Supremo 324/2012, de 10 de mayo⁸³¹ en la que el hacedor del delito propone al sujeto defraudado un negocio inexistente, pero que es dotado de la verosimilitud suficiente para que dicho sujeto deposite el dinero que le es solicitado. Este dinero que se deposita para que se invierta en un determinado negocio y así obtener beneficios, en realidad, pasa directamente a manos del estafador que sin haber invertido en negocio alguno, y con el correspondiente perjuicio para la víctima resulta en quiebra sin poder hacer frente a sus obligaciones.

Según el artículo 248 del Código Penal *“cometen estafa los que, con ánimo de lucro, utilizaren engaño bastante para producir error en otro, induciéndolo a realizar un acto de disposición en perjuicio propio o ajeno”* entre otros supuestos. La condena establecida para los delitos de estafa se encuentra entre seis meses a tres años de prisión siempre que la cuantía de lo defraudado exceda los 400 euros. Si la cuantía es inferior a 400 euros nos encontraríamos dentro del supuesto del artículo 623.4 para los casos de hurtos o sustracción ilegítima de cosas, de acuerdo al procedimiento de fijación de penas establecido por el Código Penal.

Cabe indicar, adicionalmente, que el actual artículo 24 de la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal define las ventas piramidales como aquellas en

⁸³⁰ Véase el texto del artículo 305.1 del Código Penal en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Penal/lo10-1995.l2t14.html.

⁸³¹ Véase texto de la Sentencia nº 324/2012 de Tribunal Supremo, Sala 2ª, de lo Penal, 10 de Mayo de 2012, en <http://supremo.vlex.es/vid/-375394090>.

que el “consumidor o usuario realice una contraprestación a cambio de la oportunidad de recibir una compensación derivada fundamentalmente de la entrada de otros consumidores o usuarios en el plan, y no de la venta o suministro de bienes o servicios⁸³²”. En este sentido, el esquema piramidal es un caso concreto de estafa donde deben concurrir una serie de requisitos⁸³³. La estructura piramidal tiene en su cúspide al operador del sistema. Este operador invita a otras personas a formar parte del sistema lucrativo creado haciéndoles creer una serie de hechos no reales acerca del negocio llevado a cabo, ya que, en este tipo de estructuras, las promesas de rentabilidad sobre inversión se sitúan muy por encima de la media del mercado. Por otro lado, cabe destacar que, una empresa no siempre tiene la intención de defraudar desde el comienzo, pero al no poder hacer frente a su realidad económica, opta por este tipo de estructura para seguir operando en el mercado.

Siguiendo con la estructura anterior, el operador Ponzi atrae a una primera línea de inversores, los cuales reciben los famosos rendimientos prometidos. Estos inversores, al ver que las promesas se cumplen, atraen a nuevos inversores que vienen con la misma intención que los primeros y desarrollan la misma capacidad de atracción. Con respecto a terceras personas, los inversores, cegados por las altas rentabilidades, siguen acudiendo a la estructura piramidal, depositando su dinero, esperando que el falso negocio que se establece como causa principal de revalorización, les devuelva mucho más que el capital inicial.

Sin embargo, la realidad es que no existe un negocio causal en la mayoría de las ocasiones, o bien acaba por no ser el elemento fundamental, ya que la forma de poder pagar las rentabilidades prometidas es mediante el dinero que depositan los últimos inversores en entrar. Es decir, asumiendo que existen los inversores A, B y C, la estructura piramidal funciona de la siguiente manera: El inversor A deposita en primer lugar un dinero, a continuación, los otros inversores también procederán a hacer un depósito. Al inversor A se cubrirán con los montos depositados por B, y las del B con los montos depositados por C. Esto sucederá indefinidamente, pues la pirámide crece de forma exponencial, hasta que no existan suficientes inversores para cubrir las rentabilidades de los inversores anteriores y es ahí cuando la estructura piramidal se derrumba o empieza a derrumbarse. Los inversores

⁸³² Véase el texto completo de la Ley de Competencia Desleal en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/l3-1991.html.

⁸³³ Véase supra 650.

“sofisticados” habrán vendido su posición antes que los menos conocedores se percaten. Al vender dichas posiciones, la empresa queda sin el capital necesario tanto para pagar rentabilidades como mantener la estructura.

Estos últimos inversores verán como las rentabilidades prometidas no serán pagadas, y para cuando quieran darse cuenta y reclamar, se darán cuenta de que la entidad no está registrada en un organismo oficial, como por ejemplo, la CNMV para llevar a cabo operaciones de inversión, o que ni siquiera opera y todo es producto de un fraude. Esta es la situación, por ejemplo, que se dio en 1999 cuando la propia CNMV declaró a Fórum y Afinsa como entidades financieras no registradas⁸³⁴.

9.3.3 Los Casos Específicos de Estafa Piramidal

9.3.3.1 Baldomera Larra Wetoret

Baldomera Larra Wetoret (1833-1915) fue hija del célebre escritor español Mariano José de Larra. Lo particular de su historia, es que ella fue considerada por muchos autores, como una de las primeras personas que cometió una estafa piramidal en nuestra historia⁸³⁵.

Para ponernos en contexto, el mismo año del nacimiento de Baldomera, en 1833, el Rey Fernando VII muere, y estalla la primera de las Guerras Carlistas. Esta fue una época de gran inestabilidad en España. Entre los hechos más relevantes podemos encontrar numerosas sublevaciones, una segunda Guerra Carlista, la Guerra contra Marruecos, la Guerra con Perú, la Revolución contra Isabel II en 1868, el Reinado de Amadeo I de Saboya en 1870, o la vuelta al poder de la dinastía Borbón tras la primera República.

La historia comienza cuando doña Baldomera, casada con Carlos de Montemayor, médico personal del Rey Amadeo de Saboya, ve como su esposo huye de España debido al nuevo reinado de Alfonso XII y esto provoca que se quedase sola a cargo de sus cuatro hijos. En ese momento y para hacer frente a esta situación,

⁸³⁴ Eroski Consumer (2007, 14 de diciembre). *Fórum Filatélico y Afinsa Fueron Consideradas en 1999 “Entidades Financieras No Registradas”*. Descargado de http://www.consumer.es/web/es/economia_domestica/2007/12/14/172976.php.

⁸³⁵ La Mujer y el Crimen (2015). *Doña Baldomera Larra. “La Madre de los Pobres”*. Instituto Conmemorativo Gorgas de la Salud. Descargado de <http://www.gorgas.gob.pa/museoafc/loscriminales/criminales/paginas/baldomera.html>.

doña Baldomera tuvo que acudir a prestamistas quienes le hicieron entrega de dinero, pero a un tipo de interés elevado⁸³⁶.

Desde ese momento, muy posiblemente, doña Baldomera ya tuviese la idea de llevar a cabo una estafa piramidal; pues comenzó a prometer a sus inversores de aquella época una rentabilidad muy por encima a la del mercado, a cambio de que estos le entregasen su dinero para invertirlo, así como toda su confianza.

Como se puede ver, el sistema era muy parecido, por no decir idéntico, a lo que después se conocería como el esquema Ponzi, es decir, la oferta de una alta rentabilidad cercana al 30% sobre el capital inicial en un breve espacio de tiempo, a la cual podía hacer frente gracias al reembolso del capital aportado por los nuevos inversores⁸³⁷. Según los estudios llevados a cabo, se estima que doña Baldomera llegó a recaudar 22 millones de reales “gracias a” más de 5.000 inversores que resultaron afectados⁸³⁸.

Doña Baldomera, quien según las crónicas fue interrogada por el funcionamiento de este sistema, respondió: “*Es tan sencillo como el huevo de Colón*”⁸³⁹. Y cierto era, aunque como dice el refrán: “*Nunca dan duros a cambio de pesetas*”. Y así fue. En 1876, doña Baldomera desapareció con todo el dinero que le fue posible llevar consigo dejando atrás una estafa “ejemplar”, y a miles de inversores con un déficit cuantioso con la casa de préstamos, conocida en aquel entonces como la “Caja de Imposiciones”⁸⁴⁰. No sería sino hasta 1878 que doña Baldomera fue detenida en Francia, y cuando le preguntaron por el motivo de su huida, ella misma afirmó que sus ingresos habían disminuido de tal manera que ya no podía hacer frente a ningún pago⁸⁴¹. Doña Baldomera fue declarada culpable de alzamiento de bienes conjuntamente con su administrador, Saturnino Iruegas, y ambos fueron condenados a seis meses de prisión. Sin embargo, gracias a un recurso interpuesto por su colaborador, Saturnino Iruegas, doña Baldomera obtuvo la absolución del Tribunal Supremo por delito de alzamiento de bienes con perjuicio de acreedores⁸⁴². El Tribunal Supremo valoró los argumentos ideados por la defensa y consideró que doña

⁸³⁶ *Id.*

⁸³⁷ *Id.*

⁸³⁸ *Id.*

⁸³⁹ *Id.*

⁸⁴⁰ *Id.*

⁸⁴¹ *Id.*

⁸⁴² *Id.* Saturnino Iruegas también obtuvo la absolución.

Baldomera, en virtud de su inexistente capacidad legal⁸⁴³, no era un “actor legítimo” para contratar y obligarse de cara a los acreedores, y que por ello, estos acreedores figurativos no eran acreedores legales. De esta manera, doña Baldomera quedaría exenta de responsabilidad por los “préstamos concedidos” y fue puesta en libertad por sentencia del Tribunal Supremo⁸⁴⁴.

Como es comprensible, en esta época el desarrollo legislativo no era muy extenso, y aún menos en temas como la protección del consumidor financiero. Tampoco había conocimiento de lo que hoy ya se conoce como una forma de estafa instrumentada. En esta época se hablaba de un único delito identificado con el alzamiento de bienes y no de otros delitos que fueron estructurándose con el paso del tiempo y que podremos ver en casos posteriores⁸⁴⁵.

9.3.3.2 La Sociedad Financiera Internacional de Construcciones - Sofico

En 1962, la Sociedad Financiera Internacional de Construcciones (Sofico) nació con un patrimonio neto cercano a los 15 millones de pesetas de aquella época, con el objeto social de “*construir, vender, arrendar*” apartamentos en la Costa del Sol. Esta sociedad tenía como director al conocido empresario Eugenio Peydró Salmerón que trabajó junto al bando franquista durante la Guerra Civil⁸⁴⁶.

Desde su creación, hasta que se presentara un concurso de acreedores voluntario, Sofico tenía por objeto atraer el capital de pequeños inversores con la promesa del retorno del 10% sobre el capital invertido⁸⁴⁷. Dicho negocio que se gestaba tenía plena conexión con la actividad inmobiliaria. En consecuencia, la rentabilidad prometida tenía, en cierta forma y en un primer momento, un sustento claro, los inmuebles ya construidos donde los inversores encontraban su garantía. Pasado el tiempo, en una segunda época, el sustento de estas rentabilidades pasó

⁸⁴³ La mujer no podía realizar actos jurídicos sin el consentimiento del cónyuge en base a la Ley de Matrimonio Civil de 1870.

⁸⁴⁴ *Id.*

⁸⁴⁵ Delito de carácter socioeconómico donde el deudor ejercita cualquier acción para ver protegido su patrimonio del derecho del acreedor.

⁸⁴⁶ Un dato relevante para muchos investigadores fue su relación con altos cargos, de manera que esto le permitió, dicen algunos, que la estafa se prolongase durante tanto tiempo.

⁸⁴⁷ Véase la publicidad emitida por Sofico para los efectos, disponible en <http://issuu.com/gva-atencia/docs/pagina/1?e=0>, (último acceso 30/08/2015).

de estar de las construcciones físicas a estar en planos de construcción, lo que permitía que fuese el inversor el que directamente financiase el proyecto de inversión, bien al 100% o bien en una menor cuantía.

En esta segunda época, las necesidades de expansión del grupo requerían de mayor capital. Por ello, se optó por ofrecer contratos de compraventas sobre inmuebles ya contruidos o en construcción, cuando en realidad ni siquiera se había procedido a la compra del solar en muchos casos. Esto se llevó a cabo gracias a una campaña que ofrecía hasta el 12% de rentabilidad, de nuevo muy por encima de la rentabilidad del mercado de aquel entonces⁸⁴⁸. Como era de esperarse, la situación era cada vez más compleja, de manera que afrontar el pago de intereses acumulados era una tarea casi imposible. Llegado este punto, Eugenio Peydró decidió expandir su actividad vía filiales extranjeras, lo que en definitiva lastró aún más el gasto y el déficit del grupo. Así, a las sociedades *Sofico Inversiones*, *Sofico Vacaciones* y *Sofico Atlas*, se sumaron *Sofico France*, *Sofico Great Britain*, *Sofico Deutschland*, *Sofico USA* e *Hispano Benelux*⁸⁴⁹. Un último paso se dio en 1969, cuando *Sofico Renta* vio la luz con el objeto de captar a pequeños ahorradores vía participaciones de 25.000 pesetas, con una rentabilidad mínima del 10%, con las que se llegaron a obtener activos por 3.900 millones de pesetas⁸⁵⁰.

Esta estafa que fue tan clara, no se descubrió hasta 1974⁸⁵¹. Sin embargo, en todo ese tiempo, los problemas financieros de la empresa habían sido constantes y conocidos por todos. Con el aumento del control y de la limitación de la publicidad financiera de negocios con altas rentabilidades impuesta por el Ministerio de Hacienda, los problemas se agudizaron algo más, puesto que de ese momento resultó más difícil la captación de clientes; fue entonces cuando aparecieron los primeros signos de alarma evidente pese a que directivos y personal de la empresa siempre intentasen mantener la calma y asegurar la viabilidad de la empresa⁸⁵².

El 2 de diciembre de 1974, *Sofico Renta* acudió al juzgado a presentar la

⁸⁴⁸ Gómez-Villares, Álvarez y Atencia Abogados (2012, 13 de diciembre). *#HistoriaJudicialMálaga: Caso Sofico, el Primer Fraude Inmobiliario de la Costa del Sol*. Descargado de <http://gva-atencia.com/blog/historiajudicialmalagacasosofico/>.

⁸⁴⁹ Aguada.com (2004, 8 de noviembre). *O Imperio Sofico*. Descargado de <http://www.aguado.com/000214.html>.

⁸⁵⁰ Gor, F. (1981, 20 de Junio). El Juez Declara Fraudulenta la Suspensión de Pagos de Cuatro Sociedades de Sofico. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/1981/06/20/sociedad/361836002_850215.html.

⁸⁵¹ *Id.*

⁸⁵² *Id.*

suspensión de pagos⁸⁵³, siguiéndole las demás empresas del grupo económico: *Sofico Inversiones* presentó la suspensión de pagos el día 5; *Sofico Servicios Turísticos* el día 9; y *Sofico Vacaciones* el día 11⁸⁵⁴. Debido a la complejidad del caso, se designaron dos jueces: En el ámbito penal se designó al magistrado D. Daniel Ferrer⁸⁵⁵, y en el ámbito civil, a D. José Ignacio Jiménez Hernández⁸⁵⁶. Sin embargo, no sería hasta pasados 13 años, debido a la complejidad del caso, que se celebrase un juicio en 1987⁸⁵⁷, al que solo asistieron de la cúpula directiva Eugenio Peydró Salmerón y Eugenio Peydró Brillas (hijo del primero)⁸⁵⁸, dado que, supuestamente, las decisiones directivas fueron tomadas solo por estos dos personajes. Eugenio Peydró Salmerón, director general de la sociedad, fue condenado a 9 años de cárcel, al ser considerado culpable de los delitos de estafa y falsedad documental, agravados por el importe total de la misma y por el volumen de afectados. Su hijo, Eugenio Peydró Brillas, fue condenado a 2 años y 4 meses de cárcel por ser cómplice de los delitos anteriormente citados. Las condenas se establecieron en base al delito continuado de falsedad documental y estafa⁸⁵⁹. La sanción monetaria para ambos se cifró en el pago de 5.000 millones de pesetas a repartir entre los 3.200 afectados. Sin embargo, en el ámbito penal, la realidad fue que ninguno de los dos cumplió condena al presentarse un recurso de casación contra la sentencia, que ganaron y les concedió la libertad, siendo además declarados únicamente responsables del pago de 22,5 millones de pesetas, al considerárseles solventes parciales⁸⁶⁰. El 11 de Octubre de 2012, pasados más de 40 años desde que se descubriese la estafa perpetrada por Sofico, el Juzgado de lo Mercantil número 6 comunicó que Sofico Inversiones había terminado de cumplir su plan de pagos⁸⁶¹.

Este fue un caso de estafa piramidal en España que, si bien se produjo en parte por el carácter expansivo del grupo societario (que fue mucho más allá de lo

⁸⁵³ *Id.*

⁸⁵⁴ El País (1976, 22 de mayo). *El Presidente y el Consejero Delegado de Sofico, en la Cárcel*. Descargado de http://elpais.com/diario/1976/05/22/ultima/201564001_850215.html.

⁸⁵⁵ *Id.*

⁸⁵⁶ Véase supra nota 850.

⁸⁵⁷ Yoldi, J. (1987, 21 de mayo). El Juicio de Sofico Inicia el Lunes, Después de 13 Años. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/1987/05/21/sociedad/548546403_850215.html.

⁸⁵⁸ El País (1977, 18 de mayo). *El Supremo Confirma el Procesamiento del Presidente de Sofico*. Descargado de http://elpais.com/diario/1977/05/18/economia/232754403_850215.html.

⁸⁵⁹ Yoldi, J. (1987, 31 de octubre). Eugenio Peydró Dueño de Sofico, Condenado a Nueve Años de Cárcel por Estafa y Falsedad. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/1987/10/31/sociedad/562633209_850215.html.

⁸⁶⁰ *Id.*

⁸⁶¹ *Id.*

que realmente podría haber abarcado), también se asemeja al caso de Baldomera Larra Wetoret, porque la rentabilidad de las inversiones sólo se sustentaban con nuevas entradas de capital, es decir, que si se diese la situación de que las entradas de capital fuesen menos regulares o se redujesen en cuantía se producía una falta de liquidez en la empresa. En definitiva, si el carácter expansivo del grupo societario o la rentabilidad ofrecida hubiesen sido menores, quizás la estafa llevada a cabo por Sofico se hubiese prolongado durante más tiempo.

Sin duda alguna, lo cierto es que en una estafa piramidal siempre se produce un recorrido circular del dinero, que una vez que empieza a fluir hace que el círculo crezca cada vez más y más, hasta el punto que las deudas o las necesidades de capital son tan grandes que obligan a los gestores a realizar operaciones poco habituales e incluso financieramente hostiles y de dudosa ética.

9.3.3.2.1 La Protección del Consumidor en el Caso Sofico

En materia de protección del consumidor, o del inversor en este caso, al igual que en los casos más recientes estadounidenses, los inversores decidieron demandar al Estado por la falta de control y supervisión, a fin de recuperar sus activos lo antes posible. Sin embargo, en Sentencia del Tribunal Supremo 2972/1988, de 25 de Abril ⁸⁶², dicho Tribunal declaró la inadmisión del recurso presentado por los demandantes contra el Estado. En el recurso presentado se planteaba la idea de hacer responsable a la Administración Pública por las pérdidas patrimoniales sufridas por los usuarios de Sofico en tanto que la liquidación efectuada no alcanzó a cubrir las pérdidas pertinentes. En este punto, y en base al derecho existente, podemos decir que la Administración—sin un nexo causal pertinente en dicho caso—no podría ser responsable por actos cometidos por dirigentes de una empresa en su deber de administración⁸⁶³. La posición de los demandantes fue la de solicitar que recayera la responsabilidad sobre el Estado por no haber actuado o haber intervenido ante lo que estaba aconteciendo. En este sentido, lo cierto es que Sofico estaba actuando sin la autorización del que fue el organismo supervisor por aquel entonces, la Dirección

⁸⁶² Véase el texto completo de la sentencia en <http://www.poderjudicial.es/search/doAction?action=contentpdf&datasematch=TS&reference=1108891&links=sofico&optimize=20051124&publicinterface=true>.

⁸⁶³ Así lo estableció el artículo 121 de la Ley de Expropiación Forzosa (1954).

General de Política Financiera. Dicha Dirección le denegó a Sofico la autorización necesaria para ejercer la actividad que venía realizando, pero no actuó de oficio al ver que la sociedad seguía operando. De cualquier modo, el Tribunal Supremo entendió que la administración estatal no podía prever lo que estaba llevándose a cabo ya que esta no podía estar presente en el desarrollo de las actividades de todas las empresas. Es por ello que el Tribunal Supremo no consideró la existencia de un nexo causal en este caso⁸⁶⁴.

Así pues, podemos ver que, al igual que en Estados Unidos, el Estado, en este caso la administración pública, se negó a aceptar ningún tipo de responsabilidad⁸⁶⁵; y que los tribunales, a la hora de determinar la responsabilidad que pudiese desprenderse en casos de fraude o incumplimiento contractual, considerarán sólo la existencia de las relaciones contractuales entre las partes, por lo que probablemente no hallarán un nexo causal para lograr la responsabilidad última de la administración pública. Desafortunadamente, en casos como este, lo único que se logra es que el consumidor nunca pueda denunciar la falta de supervisión de la propia administración, lo que a efectos prácticos significa el no avance en materia de protección del consumidor financiero.

9.3.3.3 La Financiera de Capitalización y Ahorro, S.A. – Fidecaya

En 1952, se constituyó la Financiera de Capitalización y Ahorro, S.A. (Fidecaya), inscribiéndose conforme a ello en el Registro Especial de Entidades de Ahorro y Capitalización de la Dirección General de Seguros del Ministerio de Hacienda⁸⁶⁶. En un primer momento, el objeto social de dicha sociedad era la de realizar operaciones de capitalización, pero en 1963, con la aprobación de los estatutos sociales, su objeto

⁸⁶⁴ De manera que podemos decir que el Decreto 2584/1973, de 19 de Octubre, en el que quedó regulada la publicidad de este tipo de inversiones, entiende que la Administración queda exenta de responsabilidad, o al menos, exenta de asegurar la veracidad de información y la transparencia del producto base.

⁸⁶⁵ Y es que es común que las normas otorguen a los organismos encargados de la supervisión financiera ausencia de responsabilidad objetiva, lo que no hace ningún favor al sistema. Como ya iremos viendo a lo largo de los distintos casos, la forma de actuar de los organismos estatales no ha cambiado mucho desde sus inicios.

⁸⁶⁶ Congreso de la República (1988). Resolución Adoptada por la Comisión Mixta para las Relaciones con el Tribunal de Cuentas sobre la fiscalización realizada por ese Alto Tribunal sobre la Comidón Liquidadora de Fidecaya, S.A., así como el informe correspondiente. Boletín Oficial de las Cortes Generales: Congreso de los Diputados (Núm. 298). Descargado de http://www.congreso.es/public_oficiales/L3/CONG/BOCG/E/E_110.PDF.

social fue ampliado a la actividad de ahorro. Y ya en 1977, sería cuando se aprobase el instrumento financiero objeto de discusión denominado “Cédula Fidecaya–Ahorro Premiado”⁸⁶⁷, que, atendiendo a su nombre, hacía referencia a un depósito de dinero remunerado vía intereses en el que además se optaba a premios de diversas clases. El funcionamiento de este instrumento era el siguiente: el depósito realizado se dividía en “*décimas partes*” siendo entregados “*cheques Fidecaya*” al inversor. Los suscriptores o inversores eran retribuidos vía intereses legales de operaciones pasivas y vía sorteos⁸⁶⁸, aunque en un momento posterior se abrió la posibilidad de renuncia expresa al premio aumentando el interés remuneratorio al 1,40%. Además, hubo otros instrumentos financieros como las conocidas “*precédulas*”, que consistían en pequeños depósitos que se iban acumulando durante el suficiente tiempo hasta que pudiesen conformar una cédula por sí solos.

Lo particular de este caso, es que este tipo de situaciones no estaba plenamente previsto en la Ley. ¿Y esto por qué?, pues la explicación es sencilla: las operaciones descritas se correspondían más con operaciones de depósitos que con operaciones de seguro, y sin embargo dicha entidad estaba bajo el control de la Dirección General de Seguros⁸⁶⁹. En lo que respecta al control y a la supervisión, la Dirección General de Seguros no se aseguró en este caso del correcto funcionamiento de esta empresa e incurrió en responsabilidad, ya que atendiendo a los hechos efectivos, en caso de haberse actuado con la suficiente diligencia, la estafa muy probablemente no se hubiese producido.

Para que nos hagamos una idea de la vertiginosa rapidez del fraude producido, Fidecaya estuvo intervenida desde el 3 de marzo de 1962 hasta el 9 de junio de 1971, apenas 10 años después de su constitución. Aún así, y tras numerosas inspecciones llevadas a cabo no se detectarían “*suficientes anomalías*” como para plantear la disolución de la sociedad hasta 1981⁸⁷⁰. Sin embargo, el 4 de septiembre de 1981 se declaró la existencia de una “*situación anormal*” en el caso Fidecaya, y se determinó

⁸⁶⁷ Documento en que se reconoce una deuda u otra obligación.

⁸⁶⁸ Aún en período de dictadura, Fidecaya fue cogiendo forma en la realización de la actividad de la cual siguió beneficiándose durante años.

⁸⁶⁹ No sería hasta 1981, con el Real Decreto (RD) Ley 11/1981, de 20 de Agosto, que la protección del depositante se hizo efectiva, donde quedan fijadas las obligaciones de la Comisión Liquidadora, entre las que se encuentran la de “*hacer efectivo el importe garantizado a los depositantes*. Y aun así, dicha protección no fue plena, porque esta redacción de urgencia fue muy deficiente e impidió abarcar situaciones manifiestas ya ocurridas.

⁸⁷⁰ Fue ese el año en el que, el aquel entonces Presidente del Gobierno, Adolfo Suárez dimitió y se produjo el fallido golpe de Estado por el General Tejero.

que dicha empresa no podría cumplir con las obligaciones pactadas de acuerdo al expediente formulado que duró casi 10 años por parte de la Dirección General de Seguros. Fue entonces cuando se llegó al acuerdo para su disolución y liquidación, además de la designación de la Comisión Liquidadora⁸⁷¹.

Fruto de las operaciones realizadas por la entidad, la carga total a la que ascendía su pasivo pasó de ser de 8.060 millones de pesetas en 1976 a 15.874 millones de pesetas en la fecha de liquidación; estando este pasivo dividido en “cheques y cédulas Fidecaya” por valor de 15.866.303.900,00 pesetas y en precédulas por el valor de 7.713.520,57 pesetas⁸⁷². Los acreedores de dichas deudas se clasificaban bien como cedulistas o como “otros acreedores”⁸⁷³. El resto de acreedores tuvieron una clasificación particular: bien como cedulistas no garantizados, acreedores por operaciones o servicios, acreedores por aumentos de capital, otros acreedores, y el Tesoro Público. Estos últimos, al no tener cobertura por parte del Estado, tenían que ver satisfechas sus deudas únicamente con el patrimonio de Fidecaya resultante tras el saneamiento de las cargas levantadas. A tenor de lo establecido en el artículo 116 del Reglamento de 1957 de depósito de ahorros⁸⁷⁴, ciertos acreedores deberían haber soportado una especial protección en base a su carácter legal; pero lo cierto es que en el proceso de liquidación de cedulistas este artículo se obvió y no se tuvo en cuenta.

Merece la pena destacar el hecho de que por ley se establecieron una serie de límites respecto a la garantía de los depósitos. Concretamente, de acuerdo al Real Decreto-ley 11/1981, de 20 de agosto⁸⁷⁵, se garantizaba el pago efectivo al 100% de los depósitos garantizados inferiores a 200.000 pesetas, al 75% de aquellos depósitos garantizados que se encontrasen entre 200.001 y 750.000 pesetas, y al 50% de aquellos depósitos garantizados que se encontrasen entre 750.001 y 1.500.000 pesetas. De manera que la liquidación del patrimonio societario así como las

⁸⁷¹ El País (1981, 5 de septiembre). *El Gobierno Aprobó la Liquidación Forzosa de Fidecaya*. Descargado de http://elpais.com/diario/1981/09/05/economia/368488801_850215.html.

⁸⁷² Boletín Oficial de las Cortes Generales, *Boletín General del Senado – III Legislatura*, Núm. 209, p. 8902. Descargado de <http://www.senado.es/legis3/publicaciones/pdf/senado/bocg/10209.PDF>.

⁸⁷³ Siendo de vital importancia esta clasificación de cara al posterior orden de prelación a establecer en el pago de deudas

⁸⁷⁴ El texto señala: “A los efectos de la liquidación de Entidades inscritas, los tenedores de contratos de ahorro, de títulos de capitalización y los asociados, tienen la consideración de acreedores especialmente privilegiados sobre las reservas legales constituidas para garantía de los mismos”.

⁸⁷⁵ Véase el texto completo del Real Decreto-ley 11/1981, de 20 de agosto, por el que se declara a extinguir el régimen de las Entidades de ahorro particular y se establece la garantía de los depósitos constituidos en las mismas en <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1981-18793>.

cantidades garantizadas se distribuirían a partir del carácter garantizado o no garantizado que tuviesen los depósitos realizados. Por esto mismo, tendremos que distinguir entre cantidades garantizadas y cantidades no garantizadas.

El artículo 10 del Real Decreto-ley 11/1981 por el que se declara a extinguir el régimen de las entidades de ahorro particular, establece la garantía de los depósitos constituidos en las mismas, y expresa la voluntad de que el pago de las cantidades garantizadas sigan un cauce formal bien delimitado en plazos y condiciones, siendo una de las principales obligaciones la de entregar la cantidad garantizada mediante un pago a cuenta que solo alcance el 25% de dicha cantidad. Concretamente este artículo dice lo siguiente:

“El pago de las cantidades garantizadas en la presente disposición se efectuará en los plazos y condiciones que resulten viables a juicio de la Comisión designada al efecto y, en todo caso, en un período que no podrá exceder los doce meses desde que se produzca cualquiera de los supuestos que dan lugar a la garantía. Ello no obstante, se hará una entrega a cuenta del veinticinco por ciento de la suma garantizada en el plazo de tres meses, como máximo”.⁸⁷⁶

Mediante acuerdo, serían 9 las entidades pagadoras de las cantidades fijadas: la Caja de Ahorros de Plasencia, la Caja de Ahorros de Ronda, la Caja Rural de Asturias, la Caja Provincial de Ahorros de Granada, la Caja Rural Comarcal de Carrión, la Caja Rural Comarcal de Creta, la Caja Rural Comarcal de Jalón, la Caja Rural Comarcal de Sax y el Banco Rural Industrial del Sur y Rumasa. Estas entidades recibían una provisión estatal a través de la cual podían financiar el pago de las cantidades aseguradas, y para que esto se llevara a cabo de una forma correcta, dichas entidades tendrían que emitir justificantes con carácter quincenal. Además, las entidades pagadoras tendrían que realizar los pagos con carácter gratuito y sin devengar intereses⁸⁷⁷.

Por otro lado, debemos destacar que en el caso de las entidades Rumasa y el Banco Industrial del Sur (Bankisur), la situación fue distinta al del resto de entidades. Estas dos entidades, se verían adicionalmente obligadas a la cesión de activos y asunción de pasivos provenientes de Fidecaya, de acuerdo a lo establecido por los

⁸⁷⁶ *Id.*

⁸⁷⁷ El País (1982, 28 de marzo). *Fidecaya Pagará Antes del Verano*. Descargado de http://elpais.com/diario/1982/03/28/economia/386118005_850215.html

acuerdos entre las entidades y la Comisión Liquidadora⁸⁷⁸.

Distinto fue el caso de las cantidades no garantizadas, puesto que el Estado, como ya se advirtió, no iba a cubrir las cantidades no garantizadas. Entonces, ¿qué ocurriría? En este caso, sería el acuerdo de colaboración entre varias entidades y la Comisión, es decir sería el Grupo de Empresas Rumasa, quien procediese con la asunción de estos pasivos en caso de que algún cedulista reclamase la cantidad, judicial o extrajudicialmente. El pago se llevó a cabo a través de unas pólizas de créditos instrumentalizadas por Bankisur y de esta forma, sería Rumasa quién entregaría los cheques a favor de Fidecaya⁸⁷⁹. A su vez, a través de la Comisión, se ocupó del 96,3% de los depositantes que hacían referencia a los depósitos menores a 200.000 pesetas, puesto que a los restantes depositantes ya solo les cubriría a un máximo del 75% como antes se explicó. En otras palabras, con el Real Decreto-ley 11/1981 la protección del inversor/consumidor vino a ser (más o menos) efectiva, pues ahora, cosa que antes no, el reintegro de los depósitos (con las características especiales antes mencionadas) está garantizado por el Estado.

Viendo el transcurrir de los hechos, es obvio que, o bien por el descuido legislativo, o bien por el carácter protector del Estado, este último decidió hacerse responsable de los pasivos en las condiciones mencionadas anteriormente. La situación bajo la cual el Estado se hizo responsable es algo peculiar, puesto que la protección al propio consumidor no vino de única fuente, sino que se estructuró mediante varias fuentes. En primer lugar, el propio estado delegó en numerosas cajas de ahorros la devolución de 10.000 millones de pesetas a los ahorradores. Obviamente, los 10.000 millones de pesetas fueron aportados por el Estado. En segundo lugar, se pactó con el Grupo Rumasa la gestión de 5.780 millones de pesetas para devolver a los ahorradores, encauzado mediante el Banco Industrial del Sur. Además, el grupo Rumasa, se haría cargo de reembolsar al Estado los 14.927 millones de pesetas garantizados más 938 millones de pesetas de los importes no garantizados. Por ello, Rumasa recibiría los 326 empleados de Fidecaya y las inversiones y deudas de Fidecaya. A diferencia de lo que ocurrió con el caso Sofico, aquí el Estado sí se hizo manifiestamente responsable de lo ocurrido delegando

⁸⁷⁸ El País (1982, 19 de enero). *Catorce Bancos de Rumasa Sustituyen a Bankisur en la Compra de Fidecaya*. Descargado de http://elpais.com/diario/1982/01/19/economia/380242812_850215.html.

⁸⁷⁹ Matías, G. (1984, 13 de enero). *La Sociedad Fidecaya, en la Movida de Rumasa*. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/1984/01/13/sociedad/442796402_850215.html.

planes de pagos en entidades más eficientes⁸⁸⁰.

Sin embargo, en 1988, mismo año en que se creó la CNMV, el Tribunal de Cuentas remitió un informe al Congreso de los Diputados advirtiendo de diversas irregularidades, entre otras:

- La Comisión de Liquidación no tuvo en ningún momento un presupuesto de gastos ni una estructura administrativa, algo sustancial en todo proceso de liquidación;
- La protección de cantidades garantizadas no se hizo efectiva aún en 1988 para muchos depositantes; y,
- En la redacción de acuerdos con entidades pagaderas se utilizó una terminología equívoca ya que, por ejemplo, en el caso del acuerdo con Rumasa⁸⁸¹, la terminología hace una identificación de la liquidación en la figura jurídica del proceso de cesión de activos y pasivos.

Para más inri, en 1989 sería la Audiencia Nacional la que pediría el sobreseimiento del caso al no encontrar evidencias de estafa alguna⁸⁸². A este respecto, podría decirse que si bien no hubo evidencias objetivas de influencias políticas y de poder, el requerimiento del sobreseimiento vino precedido de una absolución practicada por un juez sustituto. Situaciones extrañas han rodeado a este caso, y hasta el día de hoy las conclusiones no parecen estar claras.

Así pues, en materia de protección del consumidor financiero, Fidecaya, al igual que Sofico, precisó de la protección del Gobierno, quien en las cantidades garantizadas, tuvo que soportar y asumir pasivos no correspondidos⁸⁸³. Tanto los acreedores garantizados como los no garantizados lograron recuperar una cuantía más que discutible y ambos se sometieron a un proceso complejo con multitud de factores condicionantes.

Por último, cabe resaltar el primer nombre propio, y quizás el más

⁸⁸⁰ Raro suceso en una serie de estafas piramidales que se han ido produciendo en la historia de España, pues en la gran mayoría de estas ocasiones el Estado no se ve afectado por apremiante responsabilidad de ninguna de las formas, bien por blindaje normativo, bien por defensa de los Tribunales.

⁸⁸¹ Se acordó una compra de Fidecaya por parte del grupo Rumasa.

⁸⁸² Yoldi, J. (1989, 18 de noviembre). Estupor e Indignación en la Audiencia Nacional por la Petición Fiscal de Archivar el "Caso Fidecaya". *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/1989/11/18/sociedad/627346804_850215.html.

⁸⁸³ La realidad, es que a día 20 de Agosto, el Gobierno declaró de manera conjunta que los ahorradores deberían estar tranquilos porque, aun llegando a una liquidación forzosa de la entidad, los ahorradores no deberían temer por sus ahorros. Si leyéramos entre líneas sabríamos que el Gobierno se refería solo a los depósitos garantizados.

representativo de todo el caso, Edmundo Alfaro. Este fue el último propietario reconocido de Fidecaya. En enero de 1982, se decretó cárcel en contra de este personaje por presuntos delitos de estafa y falsedad documental, aunque se decretó su libertad condicional bajo fianza de 10 millones de pesetas. Con la misma repercusión que el primero, Miguel Soriano Carrasco, a quién Edmundo Alfaro le compró la entidad, fue condenado a prisión en abril de 1982, para salir bajo fianza en julio de ese mismo año⁸⁸⁴. En las mismas condiciones que este, Juan Aldaz Isanta, director general de seguros, salió de prisión meses antes⁸⁸⁵. No sería hasta 1984 que los tres últimos propietarios de Fidecaya⁸⁸⁶ fueron procesados en firme por los delitos de estafa, falsedad en documento mercantil y falsedad en documento privado; sumados, en el caso de Manuel Grau y Miguel Soriano, por un delito de apropiación indebida⁸⁸⁷. Así también, se estableció que con motivo de las responsabilidades económicas que pudiesen derivarse, los procesados tendrían que afrontar una fianza por importe de 1.800 millones de pesetas en el caso de Manuel Grau, 1 millón de pesetas y cédulas por valor de 250 millones de pesetas en el caso de Miguel Soriano y 1 millón de pesetas en el caso de Edmundo Alfaro⁸⁸⁸. Curiosamente, días después, en el mismo mes de enero de 1984, se revocó el procesamiento de Edmundo Alfaro⁸⁸⁹. Esto lo realizó el juez sustituto D. Ricardo Varón Cobos, en base a considerar parte de los argumentos establecidos en el recurso presentado por Alfaro, siendo uno de ellos el no considerarse como actitud delictiva la compra de acciones por valor de 1 peseta. Poco tiempo después, la fiscal Carmen Tagle solicitó nuevas medidas contra este sujeto, que se hicieron efectivas a través de la Sección Segunda de la Sala de lo Penal de la Audiencia Nacional, con la representación del Juez Baltasar Garzón⁸⁹⁰. Pese a ello, en 1989 el caso quedó archivado por la petición de la Fiscalía, por lo que las ejecuciones procesales vieron frenado su proceso y así, los

⁸⁸⁴ En principio el monto de la fianza se fijó en 10 millones de pesetas, y luego se redujo a 4 millones de pesetas.

⁸⁸⁵ Véase supra nota 882.

⁸⁸⁶ Manuel Grau Villa, Vicente Edmundo Alfaro Villén y Miguel Soriano Carrasco.

⁸⁸⁷ Véase supra nota 882.

⁸⁸⁸ Yoldi, J. (1984, 13 de enero). La Audiencia Nacional Procesa por Presunta Estafa a Tres Últimos Propietarios de la Entidad de Ahorro Ficaya. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/1984/01/13/sociedad/442796401_850215.html.

⁸⁸⁹ Yoldi, J. (1984, 28 de enero). El Juez Revoca el Procesamiento de Edmundo Alfaro en el "Caso Ficaya". *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/1984/01/28/sociedad/444092409_850215.html.

⁸⁹⁰ Véase supra nota 882.

personajes antes mencionados vieron un futuro lejos de la cárcel⁸⁹¹.

9.3.3.4 Gescartera Dinero, A.V., S.A.

Ya en período democrático, la sociedad Gescartera Dinero A.V., S.A. fue creada en 1992 por José Antonio Camacho, siendo su actividad principal la propia de una sociedad gestora de dinero, es decir, una sociedad que utilizaba el dinero que le llegaba y lo reinvertía para obtener una rentabilidad de dicha inversión. El caso de Gescartera es un caso especial puesto que la empresa, así como sus dueños y compañías relacionadas, siempre fueron objeto de multas, se vieron envueltos en tramas financieras o políticas y fueron acusados de cometer ciertas irregularidades. Claro ejemplo de esto es que, en 1991 la CNMV le impuso una multa por el valor de 128 millones de las antiguas pesetas a la sociedad *Bolsa Consulting*, propiedad del fundador de Gescartera, Antonio Camacho⁸⁹². Por otra parte, el 16 de abril de 1999, la CNMV decidió no intervenir a Gescartera tras un desbarajuste en sus cuentas por el valor de unos 30 millones de pesetas, aun habiendo sido investigada desde 1998⁸⁹³. Si bien no se intervino a dicha empresa, la CNMV multó a Gescartera por resistencia a su acción inspectora. Sin embargo, la multa no se hizo pública⁸⁹⁴. Ya el 13 de julio del 2000, llegaría la primera multa pública para la sociedad empresarial, por el valor de 7 millones de pesetas, y para sus directivos, por el valor de 3 millones de pesetas⁸⁹⁵. A pesar de ello, el 1 de septiembre del año 2000, Gescartera se transformó en Agencia de Valores, por orden del Ministerio de Economía. Quizás este fue lo que permitió que el agujero económico financiero fuese cada vez mayor, puesto que a partir de este momento, con la creación del grupo societario Gescartera Holding, la apariencia de solidez y solvencia se hizo aún más fuerte, lo que permitió que más clientes se viesen atraídos a invertir.

Sin embargo, ya en el año 2001, sucedieron una serie de hechos realmente

⁸⁹¹ *Id.*

⁸⁹² Sur.es (2008, 27 de marzo). *Macrojuicio de Escándalo. Estos son los Hechos más relevantes Relacionados con el Caso Gescartera*. Descargado de <http://www.diariosur.es/20080327/economia/cronologia-200803271244.html>.

⁸⁹³ 20 Minutos (2008, 27 de marzo). *Cronología del Caso Gescartera*. Descargado de <http://www.20minutos.es/noticia/363442/0/cronologia/caso/gescartera/>.

⁸⁹⁴ Aparicio, L. (2001, 27 de julio). La CNMV Sancionó Gescartera en 1999 pero No Hizo Pública la Multa. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/2001/07/27/economia/996184802_850215.html.

⁸⁹⁵ Vease supra nota 893.

llamativos. Durante el verano de 2001, concretamente el 14 de Junio, la CNMV intervino Gescartera ante la imposibilidad de conocer su situación económico-financiera, así como el destino del dinero aportado por los clientes⁸⁹⁶. Cuando esto se produjo, la CNMV no encontró un descuadre contable de 30 millones de euros, sino un agujero de 80 millones de euros, que ya a fecha de 16 de julio del mismo año, pasaron a ser 100 millones de euros, de acuerdo a la información aportada por los inspectores⁸⁹⁷. Seguidamente, el escrito de acusación fiscal estableció el monto de 15.669.627.462 pesetas como aquel que Gescartera anunciaba a sus clientes tener luego de haber “generado rendimientos en las inversiones”; sin embargo, esta cifra era ligeramente superior a las 8.356.069.397 pesetas, de acuerdo al cálculo pericial donde se aseveraba que los acusados se habían apropiado del dinero de los clientes⁸⁹⁸.

El sistema de fraude y de alta rentabilidad lo predicaba Rafael Camacho, haciendo referencia a sistemas de inversión estadounidense conocidos como Depósitos Estructurados de Renta Fija. Sin embargo, lo llamativo es que a pesar de esto, el objeto del contrato inicial que los clientes tenían con Gescartera indicaba que la empresa debía invertir el dinero de los clientes para obtener rentabilidad. La realidad era, no obstante, que el dinero que aportaban los clientes era utilizado por los gestores para suplir las salidas de caja que permitían lucrar a terceros mediante un apoderamiento indebido. Es decir, que el dinero que el cliente invertía se desviaba a cuentas propias de Gescartera o del grupo societario desde las cuales se enviaba dinero a los terceros mencionados. Esto no era más que otro sistema piramidal, por el cual el dinero obtenido por los nuevos ahorradores se utilizaba en parte para pagar los intereses prometidos de otros inversores⁸⁹⁹. Según testigos que declararon durante el caso, las rentabilidades que llegó a ofrecer Gescartera, rondaban el 20% en renta variable, cuando la media del mercado, para aquel entonces se situaba en el 7%. En este caso concreto, existía una simulación total de inversión en renta fija y variable que pudo ocultarse gracias en parte a 3 elementos:

⁸⁹⁶ Infotelecom.es (2015). *La CNMV en el Caso de Gescartera*. Descargado de <http://www2.infotelecom.es/~ecampins/Treballs%20n/Gescartera/LA%20CNMV%20EN%20EL.htm>.

⁸⁹⁷ Cinco Días (2008, 27 de marzo). *Cronología: El Caso Gescartera Se Remonta a la Década de los 90*. Descargado de http://cincodias.com/cincodias/2008/03/27/empresas/1206788345_850215.html.

⁸⁹⁸ Véase el texto completo del escrito de la acusación fiscal en <http://www.elcorreo.com/apoyos/documentos/acusacion-gescartera.pdf>.

⁸⁹⁹ Grandio, A. y Novo J. (2001). *Regulación Financiera y Protección del Inversor 1,2,3... Gescartera*. Netbiblo.

- La información que se daba a los clientes era sesgada;
- Se obstruyó la deficiente investigación de la CNMV; y,
- Se aportaron datos, recibos y demás instrumentos acreditativos totalmente falsos.

En el caso Gescartera encontramos además, elementos distintivos, los cuales destacamos: el apoderamiento de capital de manera premeditada y la falta de supervisión. En la mayoría de los casos piramidales, ante situaciones complicadas en el campo financiero, los gestores normalmente apuestan por decisiones desesperadas en aras de conseguir lo imposible devolviendo la estabilidad, liquidez y futura solvencia a la empresa. No fue este el caso de Gescartera, pues la confabulación para defraudar a los inversores pareció estar latente desde los primeros años. Es decir, la crisis financiera que sufrió dicha entidad no sólo fue fruto de la mala gestión empresarial como sucedió en el caso de Sofico o Fidecaya, en este caso el desvío de fondos fue premeditado y continuado desde su creación prácticamente.

Por otro lado, aun asumiendo la buena voluntad de los gestores, la supervisión de esta empresa falló. La CNMV fue quien no realizó una supervisión adecuada, a pesar de que dicha entidad tiene como función propia el “*velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores*”⁹⁰⁰. Por ello, no se entiende cómo la CNMV, desde la sanción impuesta en 1999 no hizo nada al respecto, sino que estuvo a la espera durante algo más de 7 años para intervenir dicha sociedad. Todo ello, pese a los fuertes indicios de fraude existentes entre los años 1995 y 1997. Inclusive, no se puede entender cómo no se llegó a intervenir la entidad cuando se descubrió un agujero de 24 millones de pesetas en 1999, que logró taparse con documentos legales falsificados que fueron descubiertos mucho tiempo después⁹⁰¹.

Pero sin duda, lo más llamativo y menos comprensible es cómo se permitió que en el año 2000, viendo los antecedentes de la entidad, dicha sociedad se transformase en una Agencia de Valores si, inclusive, el mismo día de la aprobación de dicha transformación se multó a la sociedad y a los directivos de la misma. Estos

⁹⁰⁰ Comisión Nacional del Mercado de Valores (2015, 01 de septiembre). *Sobre la CNMV, Funciones*. Descargado de <http://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>.

⁹⁰¹ En su defensa, la CNMV explicó en un comunicado que el consejo de este organismo no recibió en la primavera de 1999 ninguna propuesta de intervención de Gescartera Dinero.

son solo algunos de los aspectos más incomprensibles de un caso que ha dejado desprotegidos a los depositantes y perpleja a la opinión pública⁹⁰². De hecho, personajes de renombre como Enrique Giménez-Reyna antiguo Secretario de Estado de Hacienda; Luis Ramallo, ex presidente de la CNMV; y Pilar Valiente, ex presidenta CNMV, fueron notoriamente señalados por la justicia en el desarrollo de este caso. Además, como ocurre a menudo en España con los temas de fraude, este caso acabó en manos de la política. Sobre este punto, cabe mencionar que el Partido Popular, que a día 30 de Octubre de 2001 contaba con la mayoría absoluta en el Congreso, decidió poner punto y final a la Comisión de Investigación acerca del caso Gescartera, cuando debía presentar conclusiones el día 7 de Noviembre del mismo año. Estas conclusiones fueron finalmente presentadas, aunque el Gobierno quedó eximido de cualquier tipo de responsabilidad penal por dicho caso. Todo esto fue ratificado el 15 de noviembre de 2001 en el Congreso⁹⁰³.

Un punto importante en la historia de Gescartera aconteció el 17 de julio de 2001, cuando el mayor responsable de la Sociedad, Antonio Rafael Camacho, entró en prisión sin fianza⁹⁰⁴. El proceso judicial se extendió hasta el año 2007, tras más de 40 sesiones de juicios orales que duraron tres meses, para llevar a cabo unas 46 acusaciones, y entrevistar a 120 testigos y 14 imputados. El caso, que quedó visto para sentencia el 27 de marzo de 2008, terminó con la condena a 11 años de prisión al dueño de la agencia de valores Gescartera, Antonio Camacho, y a 3 años y 6 meses a su presidenta Pilar Giménez-Reyna⁹⁰⁵.

Por otro lado, el informe pericial presentado por el Banco de España en el mes de noviembre de 2011, que fue ratificado ante la Audiencia Nacional, formó parte del contenido que sirvió como base para la Sentencia del Tribunal Supremo (STS) 6996/2009 de 13 de octubre⁹⁰⁶, y redujo la cuantía que Caja Madrid tenía que pagar

⁹⁰² Este caso, siempre ha sido recordado como uno de los mayores escándalos políticos de toda la historia de España por la gran implicación de personajes de primera línea, que si bien, todos no fueron procesados, algunos sí lo fueron.

⁹⁰³ Congreso de la República (2001). Diario de las Sesiones del Congreso de los Diputados, De Investigación Sobre Gescartera (Núm. 298). Descargado de http://www.congreso.es/public_oficiales/L7/CONG/DS/CO/CO_298.PDF.

⁹⁰⁴ Aparicio, L. (2001, 12 de julio). La Juez Palacios Envía a Prisión al Mayor Accionista de Gescartera. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/2001/07/17/economia/995320850_850215.html.

⁹⁰⁵ Camacho, A. (2008, 27 de marzo). Condenado a 11 Años de Cárcel por el “Caso Gescartera”. *El País*. Descargado de http://elpais.com/elpais/2008/03/27/actualidad/1206609418_850215.html.

⁹⁰⁶ Véase el texto completo de la Sentencia del Tribunal Supremo en <http://www.poderjudicial.es/search/doAction?action=contentpdf&database=match=TS&reference=4977330&links=caixa&optimize=20091203&publicinterface=true>.

como responsable civil, en base a considerar que esta entidad financiera sólo operó junto a Gescartera por el período de 19 meses, y no desde su creación, concluyéndose así que, Caja Madrid no debía asumir la totalidad del agujero patrimonial causado. Sin embargo, a fin de determinar la responsabilidad de esta última empresa, el Tribunal tomó en cuenta que esta entidad llevó a cabo sus actividades en favor del florecimiento de una operativa delictiva de Gescartera.

Y ya en 2012, en la Sentencia de la Audiencia Nacional 2/2012, de 9 de enero⁹⁰⁷ se concretó la cifra final por su responsabilidad, la cual fue de 26 millones de euros⁹⁰⁸. Caja Madrid Bolsa S.V.B., S.A., pasó entonces de responder de los iniciales 88 millones a “tan solo” 12.227.925,97 euros más *“los intereses legales devengados desde el día 14 de junio de 2001, fecha de la intervención de Gescartera Dinero Agencia de Valores S.A., y los intereses previstos en el artículo 576 de la Ley de Enjuiciamiento Civil desde la fecha de la primera sentencia dictada (25 de marzo de 2008) hasta la fecha de su efectivo abono”*⁹⁰⁹. Asimismo, la sentencia declaró responsable civil subsidiario a Caja Madrid Bolsa en base a su condición de depositaria de Gescartera.

De todo lo anterior, y según los cálculos, se estima que solo el 11,45% de los inversores afectados, y reconocidos en esta última etapa del proceso, pudieron recuperar el dinero o parte de lo invertido, es decir, 75 de los 655 estafados recuperarían la cuantía depositada en Caja Madrid, al ser la única responsable civil subsidiaria legalmente reconocida.

En cuanto a la situación penal, de acuerdo a lo establecido en la Sentencia de la Audiencia Nacional No. 18/08, de 25 de marzo de 2008⁹¹⁰, se condenaron, entre otros, a los siguientes administradores de Gescartera:

- Antonio Camacho, por un período de 11 años de cárcel, 8 correspondientes al delito de apropiación indebida y 3 por falsedad documental;
- José María Ruiz de la Serna, por un período de 10 años y 6 meses de cárcel, de los cuales 7 años y 6 meses se corresponden con el delito de apropiación

⁹⁰⁷ Véase el texto completo de la Sentencia de la Audiencia Nacional en <http://www.poderjudicial.es/search/doAction?action=contentpdf&datasematch=AN&reference=6237867&links=gescartera&optimize=20120123&publicinterface=true>.

⁹⁰⁸ Yoldi, J. (2009, 19 de noviembre). Caja Madrid Pagará 26 Millones del Agujero de Gescartera. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/2009/11/19/espana/1258585218_850215.html.

⁹⁰⁹ Véase supra nota 907.

⁹¹⁰ Véase el texto completo de la Sentencia de la Asamblea Nacional No. 18/08 en http://www.belt.es/jurisprudencia/anterior/seg_corporativa/pdf/250308-Sentencia-Gescartera.pdf.

indebida y 3 años por falsedad documental;

- Francisco Javier Sierra De la Flor, por un período de 6 años y 6 meses por apropiación indebida;
- Pilar Giménez-Reyna, por un período de 3 años y 6 meses por el delito de apropiación indebida.
- Aníbal Sardón, por un período de 9 años de cárcel, 7 correspondientes al delito de apropiación indebida y 2 por falsedad documental; y,
- Julio Rodríguez Gil, por un período de 6 años y un día de cárcel.

La sentencia también declaró que dichas personas eran solidariamente responsables civiles por la cantidad de 87.995.626,91 euros, equivalentes a 14.641.240.380 pesetas, estimada como importe del déficit patrimonial derivado de los malos manejos al frente de Gescartera, más los intereses devengados desde su intervención⁹¹¹. Asimismo, se declararon como responsables solidarios, entre otros, a Gescartera Gestión S.G.I.I.C. S.A., Bolsa Consulting S.L., Asesoría y Gestión de Patrimonios S.A. (AGP), Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona (La Caixa) y Caja Madrid Bolsa Sociedad de Valores y Bolsa S.A., por el total de la cifra indemnizatoria antes mencionada. Finalmente, mediante Sentencia del Tribunal Supremo No. 986/2009, de 13 de octubre, se absolvió, entre otros a Aníbal Sardón y Julio Rodríguez por los delitos que habían sido condenados. Adicionalmente, el tribunal dejó sin efecto la responsabilidad civil subsidiaria de la Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona (La Caixa) y de la mercantil Asesoría y Gestión de Patrimonios S.A. (AGP)⁹¹².

9.3.3.5 Fórum Filatélico S.A. y Afinsa Bienes Tangibles, S.A.

Por último, el caso Fórum y Afinsa se destapó en el año 2006, con la intervención judicial de ambas empresas⁹¹³. El combinado de ambas empresas gestó un negocio de carácter mercantil que supuso una estafa a miles de inversores que depositaron

⁹¹¹ *Id.*

⁹¹² Véase el texto completo de la Sentencia del Tribunal Supremo No. 986/2009 en http://www.cincodias.com/5diasmedia/cincodias/media/200911/18/empresas/20091118cdscdsemp_1_Pes_PDF.pdf

⁹¹³ Sánchez Mendoza, J. (2015, 21 de mayo). Fórum y Afinsa: Atrapados por su Ambición Nueve Años Después. *Capital Madrid*. Descargado de <https://www.capitalmadrid.com/2015/5/21/38206/forum-y-afinsa-atrapados-por-su-ambicion-nueve-anos-despues.html>.

su dinero con el fin de obtener una rentabilidad sobre el valor de unos sellos, de los que supuestamente, se convertían en propietarios⁹¹⁴. La captación de clientes se produjo primero entre familiares y amigos que depositaron con mucha fe su dinero. De nuevo, lo que no podían imaginar es lo que sucedería si las empresas no cumplían con sus obligaciones puntualmente. Sumado a esta captación de clientes fieles, hay que añadir una creciente red de operadores profesionales que llegaban a cobrar comisiones de dos dígitos sobre el importe de la venta realizada, lo que favorecía mucho la eficacia de su labor⁹¹⁵. Dicha labor no era más que la de asegurarse que los clientes renovasen sus contratos cuando estos expiraban, es decir, que no los liquidaran para hacer efectiva la rentabilidad, sino que esos intereses conseguidos los reinvirtiesen en nuevos lotes para así mantener el constante ciclo de entrada de capital que permitiría hacer extensible en el tiempo el esquema piramidal⁹¹⁶. Es así, que durante la década de 1980 el crecimiento anual de *cash-flow* de entrada llegó a ser del 20% anual.

La estafa al consumidor fue tal que pasado un tiempo la empresa dejó de comercializar con sellos, es decir, que los clientes solo veían fotocopias de lo que compraban porque la empresa se dedicó a comprar sellos en cantidades enormes y el control sobre ellos se perdió. Lo curioso es que los clientes nunca se molestaron en conocer cuánto valían sus sellos en el mercado, a lo máximo que llegó el consumidor fue a exigir de la empresa que fuera esta la que guardara los lotes filatélicos, circunstancia a la que la empresa accedía mediante la entrega de un sobre lacrado y una advertencia clara: si el sobre sufriera algún tipo de desperfecto la empresa se guardaba la licencia de recomprar o no la mercancía, y es por ello que fueron muy pocos los que optaron por esta opción (opción única en Afinsa, no en Fórum Filatélico).

Cabe resaltar que el perfil del consumidor defraudado no era en absoluto el de un experto filatélico, sino el de amas de casa, hosteleros, o jubilados. Además, estas empresas vendían una estrategia prometedora de manera que estos personajes hacían llegar a sus familiares y amigos las noticias de esta “excelente” oportunidad para generar unos intereses y una rentabilidad *out-of-the-market* que les beneficiaría

⁹¹⁴ *Id.*

⁹¹⁵ *Id.*

⁹¹⁶ El País (2006, 11 de mayo). *Afinsa y Fórum Crearon Sociedades Fantasma y Traficaron con Sellos Falsos*. Descargado de http://elpais.com/diario/2006/05/11/portada/1147298404_850215.html.

tantísimo. Pero lo cierto es que los anuncios de Afinsa y Fórum nunca apostaban por una inversión en sellos sino por inversión en dichas empresas. Lo cierto es que los consumidores podrían haber sospechado de la estafa si hubiesen solicitado ver los sellos para tasarlos en el mercado, o si simplemente se hubiesen tomado con cautela y se hubiesen cuestionado el origen de la alta rentabilidad prometida⁹¹⁷. Este caso es solo un ejemplo de los muchos casos por los cuales los consumidores o inversores dejan pasar por alto indicios de fraude, pensando solo en sus propios intereses, y confiando en empresas sin escrúpulos.

Por otra parte, no es claro dado el carácter mercantil del caso que este pueda ser considerado técnicamente como un esquema piramidal, puesto que según gran parte de la doctrina los esquemas piramidales solo pueden hacer referencia a estructuras financieras y este no fue el caso de Fórum y Afinsa. Sin embargo, observando la formalidad, esta estafa presenta una gran similitud con el esquema piramidal⁹¹⁸.

Debido a la extensión del proceso que se desarrolló durante más de 20 intensos años, es conveniente realizar un análisis pormenorizado de las empresas por separado.

9.3.3.5.1 Fórum Filatélico, S.A.

El Fondo Filatélico Financiero, S.A. fue constituido el 1 de Junio de 1979 con el objeto social principal de *“compra y venta, con o sin compromiso de recompra, por precio cierto o aleatorio, de series y/o lotes de sellos de correos para colección y valores filatélicos internacionales ya sea por suscripción, ya por abonos periódicos”*⁹¹⁹. El 26 de marzo de 1982 dicha empresa cambió su denominación social y pasó a ser Fórum Filatélico Financiero, S.A., lo cual creó controversia porque con el término “financiero”

⁹¹⁷ Inclusive, existían muchos clientes no se interesaban en la lista de sellos en los cuales invertían, Véase Natalia Jinquera y Manuel Altozano, *“Ni Miraba la Lista de Sellos Porque Era Muy Larga”*, entrevista publicada en El País, disponible en http://elpais.com/diario/2006/05/11/espana/1147298419_850215.html, 11/05/2006.

⁹¹⁸ Sin embargo, David Solis, coordinador de la Asociación Adicae de Valladolid, afirma que este se convirtió en un claro esquema piramidal; Véase Calvo, A. (2015, 3 de febrero). Los 1.600 estafados de Fórum y Afinsa Sólo Han Recibido un 20% de los 26 Millones de Euros. *Diario de León*. Descargado de http://www.diariodeleon.es/noticias/leon/1-600-estafados-forum-afinsa-solo-han-recibido-20-26-millones-euros_954181.html.

⁹¹⁹ Juzgado de lo Mercantil 7º de Madrid (2006, 26 de diciembre). *Informe de la Administración Concursal, Concurso Ordinario 209/2006 de Fórum Filatélico, S.A.* Descargado de <https://rdmf.files.wordpress.com/2007/01/informeforum.pdf>.

se hacen referencia a las entidades de banca. Por ello, tras la insistencia por parte del Banco de España se modificó su denominación y finalmente el 8 de julio de 1997 dicha sociedad pasó a denominarse Fórum Filatélico, S.A.⁹²⁰

Esta sociedad se constituyó con un capital social de 50 millones de las antiguas pesetas, ampliándose a 150 millones en 1984 mediante una ampliación de capital y a 600 millones de nuevo en 1998. Con la reconversión en euros, el capital social quedó fijado en 4,8 millones de euros. A partir del año 2000, se llevaron a cabo dos nuevas ampliaciones de capital que subieron hasta los 8,8 millones de euros en 2002, y hasta los 10 millones en 2004. Con todo ello, lo más impactante es que esta empresa llegó a tener un patrimonio negativo cercano a los 2.800 millones de euros⁹²¹.

Dejando aparte la temática patrimonial, la cual es importante para contextualizar el fraude y alcance de la desprotección del consumidor, el análisis de la formalidad contractual resulta necesario igualmente. En primer lugar, debemos precisar que la estructura contractual era bastante compleja debido a un “triple-contrato”, es decir, que el negocio originario causa de obligaciones derivaba de tres pilares contractuales: el contrato de compraventa de sellos, bien en su totalidad⁹²² o en anualidades sucesivas⁹²³, el contrato de depósito de sellos por parte del consumidor en sede de Fórum con distintos horizontes temporales, y la obligación de adquisición o recompra de mencionados sellos⁹²⁴. A esto hay que sumarle el entramado creado para la determinación de precios de los lotes en donde se seguía tres tipos de métodos: (i) la aplicación de un tanto por ciento anual al valor de un lote determinado; (ii) la aplicación del porcentaje correspondiente al IPC medio más dos

⁹²⁰ El que este término (“financiero”) desapareciese no hizo que la actividad que mantenía en un trasfondo, como el que luego pasaremos a analizar, viese echado el freno.

⁹²¹ Este caso es de una complejidad mayor que los anteriores dada la naturaleza de las operaciones y la trama que sostuvo durante el tiempo esta situación. Esta sociedad llegó a actuar como una simple cámara de compensación y liquidación de las operaciones de sus clientes que para su naturaleza societaria, no era de común proceder.

⁹²² Contrato conocido como *Fórum Combi*.

⁹²³ Contrato conocido como *Abono Filatélico*.

⁹²⁴ Puede entenderse que podrían ser tres relaciones contractuales diferentes, pero si analizamos su naturaleza objetiva la idea que subyace es la de 3 elementos comunes únicamente estructurados con el objetivo de obtener una rentabilidad garantizada, es decir, misma causa y objeto contractual. Lo que en palabras del TS “*El contrato complejo concentra su unidad no en la literalidad del contrato sino en la finalidad buscada por los contratos, o así, su causa*”. STS de 19 Enero de 2001, STS de 20 Diciembre de 2001 y STS de 25 Noviembre de 2004). Quizás en papel no se termina de entender la complejidad del contrato o contratos, pero lo cierto es que en el momento de recompra no se produce una simple recuperación del lote depositado, sino que se compra otro lote de sellos siendo ahí donde se cobraba la diferencia entre precios, el beneficio obtenido. Según parte de la doctrina, el mecanismo utilizado para que esto se produjese se asemeja a la Subrogación.

puntos; y, (iii) la aplicación de precios determinados en unas listas de la propia empresa. Y si bien parece que *a priori*, la estructura contractual y su funcionamiento no tuviesen mayor acidez tóxica, la realidad es que los elementos sintomáticos de estos contratos eran múltiples. Por ejemplo, en el momento de la recompra, Fórum debía hacer llegar a la propiedad del cliente un lote de sellos que, si bien de forma virtual se realizaba de forma instantánea, la realidad era que podían llegar a demorarse hasta dos años, y con ello los clientes sufrían un retraso en su derecho o contraprestación establecida para el comprador en el artículo 1461 del Código Civil: *“El vendedor está obligado a la entrega y saneamiento de la cosa objeto de la venta”*⁹²⁵.

También quedó demostrado, a través del Informe de la Administración Concursal, que los elementos depositados se trataban en colectivo, muy lejos de la unicidad de pacto establecida en el contrato original, es decir, se desvirtuaba parte de las obligaciones por la que se comprometían, especialmente en aquella que dispone la existencia de un permiso expreso para manipulación de los bienes en depósito, de acuerdo a lo establecido en el artículo 1767 del Código Civil: *“El depositario no puede servirse de la cosa depositada sin permiso expreso del depositante. En caso contrario, responderá por daños y perjuicios”*⁹²⁶.

Cabe indicar que uno de los mayores problemas de este caso fue la falta de información que la empresa ofreció a los consumidores, principalmente en materia de revalorización de sellos. En este caso, la desprotección del cliente resultó ser muy grave, dado que uno de los elementos fundamentales de este contrato, como es la revalorización, no quedó fijado en ningún momento. Y, al no haberse definido dicho incremento de valor de ninguna manera, las ganancias no tuvieron un soporte real y solo pudieron ser sostenidas mediante argucias financieras⁹²⁷.

Por otro lado, algo que resultó ser bastante problemático, también *a priori*, fue el requerimiento de hacer la separación entre clientes en el proceso concursal que habían optado por un trato individualizado de sus lotes, de cara a reclamar a la empresa en cuanto a la liquidación dichos lotes. Podría indicarse que la intención era

⁹²⁵ Véase el texto del artículo 1461 del Código Civil en <http://civil.udg.es/normacivil/estatal/cc/4t4.htm>.

⁹²⁶ Véase el texto del artículo 1767^a del Código Civil en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/cc.14t11.html.

⁹²⁷ La protección efectiva que se intentó brindar a los propios consumidores a lo largo del proceso judicial intentaba responder al principio *“par conditio creditorum”*, pues pese a las distintas modalidades existentes la finalidad económica del contrato era la misma y por ende, la protección hubiera de serla también.

la de proteger a los clientes de distintas maneras. Sin embargo, si se anteponía el interés de aquellos expertos en filatelia, o aquellos con información privilegiada que optaron por el tratamiento separado de sus depósitos, y se les cedía una mayor protección, se hubiera ido en contra del gran colectivo, no sólo en materia de estatus sino en el aspecto financiero, al devaluarse los lotes remanentes. Asimismo, para dividir el pasivo homogeneizado se llevó a cabo una división estandarizada⁹²⁸, de acuerdo a la naturaleza de los contratos y a la situación del propio contrato del cliente. De esta manera se podría brindar también una protección de distinto calado.

En resumidas cuentas, la clasificación procedió de la siguiente forma:

- El primer grupo fue constituido por los contratos consumados por las partes antes de la celebración del concurso de la propia entidad. Quiere esto decir, aquellos que estaban perfeccionados y estaban perfectamente cumplidos;
- El segundo grupo consistió en los contratos en los que el cliente había procedido con el pago del lote de sellos antes del inicio del procedimiento concursal, pero Fórum no había procedido con la recompra del lote; y,
- El tercer grupo de contratos eran aquellos que obligaban al cliente a la compra continuada de lotes filatélicos con la contrapartida de un abono por anticipado o una recompra por parte de Fórum.

La división de estos grupos se hizo acorde con la declaración de concurso y de ella se desprendería unas consecuencias distintas para cada uno de los mismos. En este sentido, de acuerdo a lo establecido en el artículo 61 de la Ley Concursal para el primer grupo, la declaración de concurso no produjo efecto alguno, ya que los contratos ya se habían consumado. Por otra parte, para los contratos ya abonados por el cliente de acuerdo al artículo 61.1 de la Ley Concursal, estos se incluirían en la masa pasiva del balance de cara a la resolución del concurso⁹²⁹; y para el tercer grupo, de acuerdo al Auto del Juzgado de Instrucción nº 5 de la Audiencia Nacional de 9 de Mayo de 2006⁹³⁰, la situación resultaría ser similar a la del segundo grupo.

Merece la pena destacar que en los contratos se encontraban un gran número

⁹²⁸ División y clasificación llevadas a cabo por el informe de la Administración Concursal

⁹²⁹ El artículo 61.1 de la Ley Concursal señala: "En los contratos celebrados por el deudor, cuando al momento de la declaración del concurso una de las partes hubiera cumplido íntegramente sus obligaciones y la otra tuviese pendiente el cumplimiento total o parcial de las recíprocas a su cargo, el crédito o la deuda que corresponda al deudor se incluirá, según proceda, en la masa activa o en la pasiva del concurso."

⁹³⁰ Véase el texto completo del Auto del Juzgado en <http://www.poderjudicial.es/search/doAction?action=contentpdf&datasematch=AN&reference=5859570&links=&optimize=20110224&publicinterface=true>.

de cláusulas que contemplaban la posibilidad de pago por recompra de los lotes filatélicos, sin embargo, nada de esto se hizo en el debido momento. A esto hay que sumar la sobrevaloración de activos, que se aproximaba en ocasiones a 12 veces por encima de su valor real.

En cuanto a la protección del consumidor financiero, la Ley Concursal española aplicable a los casos piramidales, parece proteger debidamente a los mismos, ya que al igual que en el derecho de Estados Unidos, en España existen acciones de reintegración por las cuales se pueden impugnar los actos perjudiciales para la masa del concurso. De acuerdo a lo señalado en el artículo 71.1 de la Ley Concursal, se podrían rescindir los siguientes actos:

“Declarado el concurso, serán rescindibles los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración, aunque no hubiere existido intención fraudulenta”.

De otro lado, destacamos lo que dice el artículo 71.2 de la Ley Concursal sobre la presunción de la existencia de un perjuicio patrimonial en las estafas piramidales:

“El perjuicio patrimonial se presume, sin admitir prueba en contrario, cuando se trate de actos de disposición a título gratuito, salvo las liberalidades de uso, y de pagos u otros actos de extinción de obligaciones cuyo vencimiento fuere posterior a la declaración del concurso, excepto si contasen con garantía real, en cuyo caso se aplicará lo previsto en el apartado siguiente.”⁹³¹

Por otra parte, el artículo 71.3 de la Ley Concursal establece una presunción relativa en relación con la existencia de un perjuicio patrimonial, de la siguiente manera⁹³²:

“Salvo prueba en contrario, el perjuicio patrimonial se presume cuando se trate de los siguientes actos:

- *Los dispositivos a título oneroso realizados a favor de alguna de las personas especialmente relacionadas con el concursado.*
- *La constitución de garantías reales a favor de obligaciones preexistentes o de las nuevas contraídas en sustitución de aquéllas.*

⁹³¹ Véase el texto del artículo 71 de la Ley Concursal en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/I22-2003.t3.html#a71.

⁹³² *Id.*

- *Los pagos u otros actos de extinción de obligaciones que contasen con garantía real y cuyo vencimiento fuere posterior a la declaración del concurso.”*

Por último, cabe mencionar que el artículo 71.4 de la Ley Concursal determina quién tiene la carga de la prueba en relación con estos actos, de manera que:

“Cuando se trate de actos no comprendidos en los tres supuestos previstos en el apartado anterior, el perjuicio patrimonial deberá ser probado por quien ejercite la acción rescisoria”⁹³³.

Es decir que, salvo que se aplique alguna presunción legal, será aquel que realice la acción rescisoria quien en definitiva ha de demostrar el perjuicio patrimonial de la masa activa realizado con 2 años de anterioridad a la declaración de concurso, con la dificultad que ello conlleva. Sin embargo, la excepción a este principio viene de la mano de lo expuesto en el artículo 71.5 de la misma ley⁹³⁴, que señala: *“En ningún caso podrán ser objeto de rescisión: los actos ordinarios de la actividad profesional o empresarial del deudor realizados en condiciones normales”*.

Todo ello resulta importante porque al igual que en el derecho estadounidense, en los casos Ponzi existe la posibilidad de rescindir actos perjudiciales para la masa concursal que se realizaron antes de la declaración del concurso, lo que *a priori* puede ayudar a mantener la masa concursal pero también puede resultar, de cierta forma, perjudicial para todos aquellos inversores que se beneficiaron del esquema con anterioridad y ven ahora la retirada sus beneficios.

Por otro lado, respecto de las acciones de nulidad, estas están recogidas en el artículo 71.6 de la Ley Concursal y en el artículo 1300 y siguientes del Código Civil, donde se detalla que los contratos podrán ser anulables cuando no cuenten con ciertos elementos básicos, entre ellos, los que no tengan causa, o aquellos que sean ilícitos. A este respecto, el artículo 1275 del Código Civil dice lo siguiente: *“Los contratos sin causa, o con causa ilícita, no producen efecto alguno. Es ilícita la causa cuando se opone a las leyes o a la moral”*. En nuestro caso en concreto, muchos de estos contratos carecían de causa.

Finalmente, es importante mencionar que a fecha 24 de septiembre de 2015, tras más de 9 años de procesos judiciales, el Juez de lo Mercantil declaró culpable el

⁹³³ *Id.*

⁹³⁴ *Id.*

concurso de Fórum, y responsabilizó a seis antiguos administradores de dicha empresa⁹³⁵, condenándolos al pago de 2.200 millones de euros a sus acreedores⁹³⁶. Adicionalmente, el mencionado Juez de lo Mercantil inhabilitó por 15 años a dichas personas para administrar bienes ajenos y para representar o administrar a cualquier persona. En esta sentencia se tomó en cuenta la premeditación con la que actuaron los administradores y el convencimiento de que su actuación se llevó a cabo con el conocimiento del perjuicio que podría causarse a los más de 260.000 afectados⁹³⁷.

9.3.3.5.2 Afinsa Bienes Tangibles, S.A.

El 17 de Octubre de 1980 nació la sociedad conocida como Ahorro Filatélico Internacional, S.A., que el 31 de Mayo de 1989 pasó a denominarse Afinsa Bienes Tangibles, S.A.⁹³⁸. Afinsa fue constituida con su objeto social final definido en 2004, entre otros, *“la compra, venta, distribución, importación y exportación, intermediación y comercialización en general de sellos, valores filatélicos, antigüedades, objetos de colección y obras de arte, metales y piedras preciosas y semipreciosas, promoción del coleccionismo, asesoramiento, expertización y tasación, explotación de salas de exposición y subastas”*⁹³⁹.

El capital social con el que esta empresa tuvo nacimiento se cifra en 50.000.000 pesetas, unos 300.506,05 euros actuales, capital dividido en 2000 acciones. Este capital sufrió una serie de ampliaciones a lo largo de los años 1995, 1997, 1999, 1999, 2001, 2002, 2003, 2003, 2004 y 2006 hasta llegar a la cuantía a los 45 millones de euros⁹⁴⁰.

Años antes de su intervención, concretamente el día 11 de Septiembre del año 2002, el Grupo Afinsa decidió cambiar su estructura para convertirla en un *holding* con dos grandes Grupos de Negocio: Sistemas de Inversión y Auctentia. Afinsa

⁹³⁵ Estos son los Francisco Briones Nieto, Agustín Fernández Rodríguez, Miguel Ángel Hijón Santos, Francisco José López Gilarte, Juan Macía Mercadé, y José Manuel Carlos Llorca Rodríguez.

⁹³⁶ Marraco, M. (2015, 24 de septiembre). *Condenan a los Administradores de Fórum a Pagar Más de 2.200 Millones Nueve Años Después de Estallar el Caso*. El Mundo. Descargado de <http://www.elmundo.es/economia/2015/09/24/5603df90268e3e2b1a8b4587.html>.

⁹³⁷ Id.

⁹³⁸ Juzgado de lo Mercantil 6º de Madrid (2007, 29 de marzo). *Informe de la Administración Concursal, Concurso Necesario No. 208/2006 de Afinsa Bienes Tangibles, S.A.* Descargado de http://www.afectadosfilatelia.org/archivos/INFORME_%20CONCURSAL_AFINSA_13_04_2007.pdf.

⁹³⁹ Id. pp. 17-18.

⁹⁴⁰ Id. p. 18.

conformaba un Grupo Empresarial que mantenía participaciones en otras empresas, de manera que tanto Afinsa como Fórum tejieron una red de empresas totalmente participadas donde el poder societario acababa repartiéndose. Por ejemplo, en el caso de Afinsa⁹⁴¹, podemos mencionar las siguientes empresas:

1. Sociedades Participadas al 100%:

AUCTENTIA S.L.U.

CONTENIDOS DE ARTE CONTEMPORÁNEO, S.L.U.

DOMFIL CATÁLOGOS TEMÁTICOS

INTERNACIONALES, S.L.U.

DOOCOLLECT, S.L.U.

FILAGEST, S.A.U.

MUNDIMER, S.L.U.

OIKIA REAL ESTATE, S.L.U.

PHILAGROUP, S.L.U.

GALERÍA ALMIRANTE, SL⁹⁴². Considerada irregular al no tener inscripción en el Registro Mercantil.

2. Sociedades Participadas en un Menor Porcentaje:

M.B. GEMS ESPAÑA, S.L. (90%)

INMAC, S.L. (50%)

TUBAFINSA, S.L. (50%).

3. Sociedades Participadas 100% indirectamente:

FINARTE CASA DÁSTE ESPAÑA, S.A., participada por AUCTENTIA, S.L.U.

APO PRODUCCIONES Y MARKETING, S.L., participada al por FILAGEST, S.A.U.

Por otra parte, cabe destacar que Afinsa llevó a cabo un proceso de fusión que acabó por producir una absorción de una serie de empresas. Estas son⁹⁴³:

AFINSA AUCTIONS, S.A.

AFINSA DIRECTO, S.A. 27

CARTONES ECOLÓGICOS, S.A.

ECOBOARD IBÉRICA, S.L.

EDICIONES ANTIQUARIA, S.A.

⁹⁴¹ *Id.* p. 26.

⁹⁴² Considerada sociedad irregular al no tener inscripción en el Registro Mercantil.

⁹⁴³ Véase supra nota 938, pp. 26-27.

GRUPOS DE COMPRA DIGITAL, S.L.U.

INEGOCIA COLECCIONABLES, S.L.U.

INMOFIN, S.A.

MERCADO CONTINUO DEL ARTE, S.A.U.

MUNDISINTER, S.L.

POLMER, S.L.

PUBLIAFINSA, S.A.

QUINTAESENCIA ALBERTO AGUILERA, S.L.

4. Sociedades Internacionales Participadas al 100%:

DE ROSA, S.R.L. (Italia)

AFINSA INVESTIMENTOS LDA. (Portugal)

IPACTO.COM S.A. (INACTIVA) (Argentina)

IPACTO.COM INC (INACTIVA) (Estados Unidos)

PHILAGENTUR GMBH (Alemania)

DE ROSA INTERNACIONAL , S.A. (Suiza)

FILAGENT NEDERLAND, B.V. (Holanda)

5. Sociedades Internacionales Participadas en un Menor Porcentaje:

AFINSA PORTUGALSOCIEDADE FILATELICA, LTD.

ESCALA GROUP INC, con la participación de AFINSA del 67% a través de AUCTENTIA, S.L.U.

Atendiendo al objeto de su actividad, Afinsa se dedicaba a la compra y venta de bienes de colección: sellos, numismática, arte, etc. Su actividad venía regulada por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y su reglamento aprobado por Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio⁹⁴⁴. La empresa gestionaba específicamente cuatro tipos de contratos distintos respecto al plazo y a las condiciones para sus clientes. Estos contratos eran: El Contrato de Intermediación Temporal (CIT), el Contrato de Inversión Filatélica (CIF), el Plan de Ingresos Complementarios (PIC) y el Módulo de Inversión Planificada (MIP). Veamos a continuación las características de cada uno de ellos⁹⁴⁵:

- El Contrato de Intermediación Temporal: Este contrato estaba formado por un mandato de compra de un lote de valores filatélicos, que era obligación

⁹⁴⁴ Véase supra nota 531. Véase también el texto completo del Reglamento en <http://www.boe.es/boe/dias/2012/07/20/pdfs/BOE-A-2012-9716.pdf>

⁹⁴⁵ Véase supra nota 938.

del inversor, un mandato de venta de lotes filatélicos adquiridos por el inversor, que era obligación de Afinsa y un contrato de depósito de valores filatélicos en la oficina de Afinsa. Se trataba de un contrato complejo por su diferenciación intercontractual y la relación que une a los distintos elementos del mismo. A fecha de la intervención judicial estos contratos representaban el 41,60% de los contratos vigentes, es decir, 1.666 millones de euros aportados por inversores;

- El Contrato de Inversión Filatélica: Este contrato consistía en la compraventa de valores filatélicos en el que el inversor daba una cantidad de dinero a Afinsa para adquirir los lotes filatélicos, así como un contrato de depósito a través del cual el lote se depositaba por un período de 50 meses en la oficina de Afinsa, y en un pacto de recompra⁹⁴⁶, por el cual Afinsa—por su cuenta o por cuenta de otro—se comprometía a adquirir esos lotes por el importe inicial más los rendimientos generados. A fecha de la intervención judicial estos contratos representaban el 1,86% de todos los contratos, es decir, el equivalente a 67,9 millones de euros aportados por los inversores;
- El Contrato de Módulo de Inversión Planificada: Era un contrato en el que el inversor compraba unos lotes a Afinsa, como objeto de inversión, abriendo la posibilidad de una futura enajenación a través de Afinsa. A fecha de la intervención judicial estos contratos representaban el 1.86% de los contratos, es decir, 58,91 millones de euros aportados por inversores; y,
- El Contrato de Plan de Ingresos Complementarios: Este contrato funcionaba igual que el contrato anterior, pero en este, la inversión se llevaba a cabo de forma periódica y no en un único pago. En el contrato se hace referencia a la “*constitución del patrimonio filatélico*” con la posibilidad de “*una posterior enajenación*”. Lo particular de este contrato es que Afinsa contraía dos obligaciones: de un lado se obligaba a la entrega completa de lotes filatélicos, y de otra se obligaba a dotar con el 10% del valor del lote al inversor, si este estaba al corriente en sus pagos⁹⁴⁷. A fecha de la

⁹⁴⁶ Ejercitable por el inversor, a su sola voluntad.

⁹⁴⁷ De igual modo, el inversor gozaría de una serie de instrumentos para desprenderse del patrimonio bien recuperando el capital invertido más una remuneración generada a lo largo del tiempo.

intervención judicial estos contratos representaban un 54,68%, es decir, 426,21 millones de euros aportados por inversores.

Cabe mencionar que estos contratos, que se comercializaron como contratos de adhesión, estaban compuestos por una multiplicidad de elementos en su estructura que no permitía el análisis aislado de cada uno de ellos. De esta manera, si existiese nulidad de causa en uno de los elementos, el contrato global quedaría expuesto a la misma nulidad de causa por vicio. Así también, cabe destacar que estos contratos están faltos de sustancia verosímil, puesto que no existían ni las “comisiones” a las que hacen referencia, ni el hecho de que Afinsa actuaría como un comprador era cierto.

Lo que sí es común a todos los tipos de contratos es que Afinsa se servía, en realidad, de una motivación financiera en su actividad, es decir, que captaba fondos para luego devolverlos junto con una rentabilidad en base a capital inicial y duración del depósito, o lo que viene a ser lo mismo, un depósito a plazo fijo que en el caso de los PIC se asemejaría más a un plan de ahorro⁹⁴⁸.

En cuanto a la custodia de los lotes filatélicos, Afinsa guardaba dichos lotes en unas cámaras de seguridad que se localizaban en el sótano de la empresa. Dentro de esas cámaras, los lotes estaban guardados en cajones, identificados por el simple nombre del cliente y un precio. Al parecer, sin embargo, la debida guarda y custodia de estos sellos fue más que dudosa y ejecutada además con muy poca diligencia⁹⁴⁹. A este respecto, además, Afinsa no contaba con una contabilidad verosímil de los mismos, y carecía de un sistema de identificación adecuado. Inclusive, en cuanto al valor de los lotes, no existió relación patrimonial fuerte entre el valor virtual, el contable y el de mercado, más allá de la simple mentira.

Una de las cosas que Afinsa logró fue mantener las apariencias en cuanto a la gestión de los sellos. Además, cuando sus clientes los presionaban para ver dónde estaban los sellos, la empresa les permitía acceder a los mismos a través de una cámara de seguridad custodiada por dos guardias. Esto causaba una grata impresión a sus clientes. Sin embargo, si estos hubiesen podido observar lo que se encontraba dentro de las cajas donde los sellos se amontonaban, o cómo las zonas de paso se encontraban desbordadas, y cómo los lotes llegaban a mezclarse, quizás la impresión

⁹⁴⁸ Esta sería la causa principal por la cual esta entidad se consideraría como un “chiringuito financiero.”

⁹⁴⁹ Por ejemplo, a menudo dichos lotes fueron asignados a más de un titular.

hubiese sido otra. Esto no fue lo que ocurrió con Fórum, cuyo manejo a todas luces fue caótico. De hecho, algunos partes policiales llegaron a señalar que en el momento de la intervención judicial de la sede de Fórum en Barcelona, las cámaras de seguridad albergaban sellos completamente deteriorados por un escape de agua producido, sin proceder con ningún tipo de apunte contable al respecto⁹⁵⁰.

En cuanto a la asignación de lotes de sellos, el cliente llegó a estar realmente desprotegido, y lo peor de todo es que este no sabía de ello. Dado que transcurrían como mínimo 2 años desde que el cliente realizaba la compra de sellos hasta que el lote se le adjudicaba, el cliente solo disponía de una “propiedad virtual” de ciertos bienes, es decir, no había objeto de contrato en vía de disponibilidad. Además, el lote que se le asignaba era elegido por un programa informático, por lo que el cliente nunca pudo seleccionarlo. Este descontrol tan desorbitado sobre algo de tanto valor quedó reflejado en el informe elaborado por la empresa Audalia Consultores⁹⁵¹, el cual fue transcrito en el auto del Juzgado General de Instrucción N°1 de la Audiencia Nacional por las Diligencias Previas 134/2006 contra Afinsa Bienes Tangibles S.A.⁹⁵².

Ya en el año 2002, según se detalla en el mismo Auto, dos empleados de Afinsa ⁹⁵³ dieron nacimiento a un documento conocido como “Análisis de Reposicionamiento” donde, ya asumidos los más que evidentes errores y limitaciones patrimoniales de Afinsa, se pasaba a intentar solucionar la situación en un marco de 4 años y así dotar a la sociedad de la capacidad suficiente para que esta pudiese afrontar sus propios peligros. Se plantearon distintas posibilidades, desde asociarse con una entidad financiera, hasta emprender el negocio de la compraventa de diamantes. Además, entre otras conclusiones, el propio informe destacaba que los altos directivos conocían del funcionamiento de estas empresas, a las que denominaban como “chiringuitos financieros”⁹⁵⁴.

⁹⁵⁰ Véase supra nota 919.

⁹⁵¹ Este informe señala concretamente: *“Cuando se ha realizado la visita a los almacenes, se ha observado que la filatelia no está ubicada en lugares adecuados ni está identificada correctamente. No nos consta que la visita se realizara en un momento de punta de existencias, por lo que entendemos que se trata de la situación normal. El problema es especialmente grave en el caso de Central de Compras. Creemos que se está corriendo un riesgo de descontrol de la filatelia almacenada, que se podría ver agravado si se produjera un crecimiento de la actividad”*.

⁹⁵² Véase el texto completo del auto del Juzgado General de Instrucción N°1 de la Audiencia Nacional por las Diligencias Previas 134/2006 contra Afinsa Bienes Tangibles S.A en <http://estaticos.elmundo.es/documentos/2007/02/02/afinsa.pdf>.

⁹⁵³ José Fernando Galindo del Río y Francisco Jiménez Maraón.

⁹⁵⁴ Sociedades o empresas que no se regulan por la normativa financiera y que por tanto no disponen de la autorización necesaria para captar ahorro del público. Es más, en 1999, la CNMV reconoció a Fórum y a Afinsa como “chiringuitos financieros”; Véase Moreno, A. (2007, 14 de febrero). *La CNMV*

Todo este desbarajuste supuso un gran quebradero de cabeza para la cúpula, pues lo último que se quería y necesitaba era que existiesen dudas sobre el sistema de revalorización de sellos. Para evitar cualquier tipo de pánico, la cúpula directiva puso en marcha un mecanismo de propagación de información a través de los medios de comunicación de carácter nacional para hacer fuerte su imagen de cara al exterior. Sin embargo, con lo que no contaban era con la situación provocada por el caso Banfisa⁹⁵⁵. Este banco filatélico español entró en quiebra en el año 2002, y su operativa era muy similar a la de Afinsa y Fórum pues ofrecían altas rentabilidades sobre valores filatélicos a corto plazo. La quiebra se produjo cuando llegó el plazo de vencimiento y la empresa se vio sin liquidez suficiente para hacer frente a las obligaciones. Ante esta situación Afinsa se apresuró a asegurar a sus consumidores que nada de lo que había ocurrido iba a afectarles, pues eran casos completamente distintos. Sin embargo, la situación que sobrevino fue que cientos de clientes se apresuraron a cancelar sus contratos y con ello la liquidez de Afinsa y Fórum se vieron altamente afectadas hasta el punto que se vieron obligadas a realizar una ampliación de capital que en el caso de Afinsa que llegó a ser de 15,8 millones de euros, 12 millones por encima de la que realizó Fórum. Con ello, y pese a las denuncias que seguían cayendo sobre estas empresas desde las organizaciones de consumidores, estas se libraron de una regulación que era más que necesaria para asegurar la protección de los consumidores.

Además, el grupo Afinsa llevaba a cabo además de la comercialización de bienes de colección y de bienes tangibles de inversión, amparado en la entonces vigente disposición adicional 4 de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, cuyo texto es el siguiente:

“Lo dispuesto en la presente disposición será de aplicación a la actividad, que se efectúe profesionalmente, llevada a cabo por cualquier persona física o jurídica que consista en la formalización de un mandato de compra y venta de bienes u otro contrato que permita instrumentar actividad análoga, percibiendo el precio de adquisición de los mismos o

conocía en 1999 que Fórum y Afinsa Eran Financieras y Ejercían como Tales sin Autorización. <http://www.eleconomistaamerica.com/economia/noticias/330976/12/07/La-CNMV-conocia-en-1999-que-Forum-y-Afinsa-eran-financieras-y-ejercian-como-tales-sin-autorizacion.html#.Kku8RHXM7qdoiBK>.

⁹⁵⁵ Se estima que el desfaldo perpetrado por el Banco Filatélico Español (Banfisa) pudo llegar hasta 1,2 millones de euros.

una comisión, y comprometiéndose a enajenarlos por cuenta del cliente, entregando a éste, en varios o en un único pago, el importe de su venta o una cantidad para el supuesto de que no halle un tercero adquirente de los bienes en la fecha pactada.

Los bienes a que se refiere el párrafo anterior serán los sellos, obras de arte, antigüedades, en todo caso, y asimismo aquellos otros bienes susceptibles de ser objeto de dicha actividad.⁹⁵⁶

A este marco teórico se ajustaba perfectamente la actividad de Afinsa, según lo indicado en sus documentos de constitución. Sin embargo, la actividad real que Afinsa estaba llevando a cabo era la de recibir montos de dinero por parte de los clientes con la respectiva transmisión de propiedad de los lotes, obteniendo así su disponibilidad. Ello supone la transformación del derecho real del cliente sobre su dinero en un derecho de crédito sobre los respectivos montos⁹⁵⁷. Este último, no obstante, nunca tuvo un derecho real sobre el lote comprado dado que nunca tuvo la posesión física del mismo⁹⁵⁸. Tampoco existió evidencia alguna de que Afinsa brindase información de la legislación aplicable respecto al sistema de revalorización de sellos, ni del baremo de precios al que se sometían, o las garantías que sustentaban sus contratos.

Por otro lado, como también ocurrió en el caso Fórum, y con respecto al artículo 61.1 de la Ley Concursal⁹⁵⁹, en el caso especial que aquí nos llama, el Auto de 16 de mayo de 2006 dejó sin efecto temporalmente las obligaciones que los inversores tuvieron para con la empresa hasta que el administrador concursal indicase lo contrario, del mismo modo, las cuentas bancarias de la empresa quedaron bloqueadas con el objetivo de evitar que la empresa, ahora inmersa en concurso, hiciese frente a sus obligaciones, pues esto lastraría el balance de la misma. De esta manera, tras una exhaustiva investigación, los contratos suscritos fueron resueltos

⁹⁵⁶ Véase dicha disposición en <http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-20331&b=162&tn=1&p=20031105#dacuarta>

⁹⁵⁷ Incluyendo los intereses que Afinsa estaba obligado a pagar.

⁹⁵⁸ Lo que puede discutirse es si es que esos lotes era simple reflejo del valor, tanto del capital invertido como de la revalorización en forma de intereses. Los inversores podrían de esta manera asumir que los lotes eran un tipo de garantía a sus inversiones semejante a una prenda sin desplazamiento posesorio (teniendo en cuenta que la propiedad y posesión eran de Afinsa). No obstante, esta posibilidad no se encuentra contemplada en la Ley de 16 de diciembre de 1954 sobre hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento.

⁹⁵⁹ Véase supra nota 929.

por la vía establecida en el artículo 1184 del Código Civil⁹⁶⁰. Objetivamente, si analizamos el comportamiento de la sociedad, la realización de este negocio tenía el efecto inexorable de llevar a la empresa a pérdidas continuadas que acabarían por sobrecargar el patrimonio y defraudar a los consumidores. Sumado a ello, las actividades filatélicas que realizaban no tenían sustento alguno dado que en realidad el negocio se sostenía en la existencia de altos flujos entrantes de tesorería. Todo lo anterior hace que pueda definirse esta situación como “ruinosa”. El Juez D. Santiago Pedraz Gómez, en el auto de procesamiento de 17 de julio de 2003, expone de forma muy resumida, con un ejemplo conciso, la forma en la que los beneficios y rendimientos hubiesen tenido que funcionar para superar la revalorización de la filatelia y no incurrir en pérdidas⁹⁶¹:

“Bajo estas condiciones, si un cliente quiere invertir 1.000 euros en un contrato CIT de 12 meses y un día, AFINSA adquiere en el mercado mayorista una filatelia que la cuesta 80 euros y obtiene un beneficio de 920 euros. Pero al año siguiente AFINSA debe hacer frente a su compromiso, recomprando la filatelia al cliente y abonando por ella un total de 1.070 euros, obteniendo así unas pérdidas de 987,51 euros. La operación de venta y posterior recompra se salda con una pérdida total de 67,51 euros. Para que AFINSA en el año 2 pudiera al menos evitar pérdidas al vencimiento del contrato, como mínimo 13 el sello que recupera el año 2 debería alcanzar en el mercado externo de donde procede un valor de 150 euros, es decir, debería de revalorizarse por término medio la filatelia en un año un 87,5%, revalorización totalmente impensable que se pudiera realizar y por término medio para toda la filatelia. Si en el año 2 AFINSA renueva este contrato al mismo cliente o a otro y no incrementa el número de contratos que comercializa, su resultado seguiría siendo negativo ya que tendría que seguir pagando unos intereses del 7% sobre 1.070 euros, muy superiores a la revalorización de la filatelia del 3,11% sobre 82,49 euros. Es decir, si solo se comercializase un contrato año a año las pérdidas serían

⁹⁶⁰ Este artículo indica expresamente “También quedará liberado el deudor en las obligaciones de hacer cuando la prestación resultare legal o físicamente imposible”.

⁹⁶¹ Véase el texto completo del Auto de Procesamiento de 17 de julio de 2003 en <http://publicaciones.adicae.net/publicaciones/pdf/1374061876990AutoAfinas.pdf>.

mayores.”

En consecuencia, el entramado piramidal efectuado durante años fue constitutivo de los siguientes delitos:

- Estafa Cualificada, estipulada en los artículos 248, 250.1.6 y 74.2 del Código Penal vigente al momento de los hechos, y que actualmente se corresponde con los artículos 250.1.4 y 250.1.5;
- Insolvencia punible, del artículo 260 Código Penal;
- Falseamiento de cuentas anuales, establecido en los artículos 290 y 74 del Código Penal;
- Blanqueo de capitales, del artículo 301 del Código Penal; y,
- Delitos contra la Hacienda Pública, tipificados en el artículo 305 del Código Penal.

Afinsa terminó con aproximadamente 1.823 millones de euros de déficit patrimonial, activos por aproximadamente 613 millones de euros, y un pasivo exigible de aproximadamente 2.436 millones de euros⁹⁶². En octubre de 2014, los gestores de Afinsa, en particular Juan Antonio Cano Cuevas, presidente del Consejo de Administración de Afinsa; Carlos de Figueiredo Escribá, consejero de la sociedad y Vicente Martín Peña, consejero y director general de inversiones del grupo, fueron condenados a cubrir dicho déficit patrimonial⁹⁶³.

Es importante resaltar que antes de la intervención judicial de esta empresa las sospechas en Estados Unidos sobre los malos manejos de Afinsa tomaron mucha fuerza. En mayo de 2005, un periodista llamado Neil A. Martin publicó en *Barron's* (*Dow Jones & Company, INC.*) un artículo⁹⁶⁴ donde desmontó, o al menos empezó a dilucidar, lo que estaba ocurriendo. En este artículo se narra la entrevista que tuvo el periodista Martin con Vicente Martín Peña, en el despacho de este en la calle Génova. El periodista le mostró dos pliegos de sellos de 1980 y de 1920 para que Peña los tasara, o al menos le diese un valor aproximado. Entonces, este se atrevió a decir que eran demasiado recientes como para invertir en ellos y que personalmente él no

⁹⁶² El País (2007, 12 de abril). *El Administrador de Afinsa cifra en 1.800 millones el 'agujero' de la compañía*. Descargado de http://elpais.com/elpais/2007/04/12/actualidad/1176365819_850215.html.

⁹⁶³ Reuters (2014, 6 de octubre). *Los Gestores de Afinsa, Condenados a Cubrir Un Déficit de 1.825 Millones*. Descargado de <http://es.reuters.com/article/businessNews/idESKCN0HV0WE20141006>.

⁹⁶⁴ Martin, N. (2005, 22 de mayo). *Leans very heavily towards short sellers! Sticky Situation*. *Siliconinvestor.com*. Descargado de <http://www.siliconinvestor.com/readmsgs.aspx?subjectid=23668&msgnum=137&batchsize=10&batchtype=Next>.

lo haría. Ante esto, el periodista le comentó que los había adquirido en Afinsa mostrándole una copia de los contratos⁹⁶⁵. Peña se quedó petrificado y le explicó que iba a abrir una investigación para determinar quién era el responsable de haber tasado unos sellos en 600 Euros y revalorizados hasta los 720 Euros, ya que no tenían “*investment-grade*”. El periodista terminó el artículo generando incertidumbre al no ver razonable que la tercera empresa más grande del mundo en cuanto a objetos coleccionables (tras Sotheby’s y Christie’s) fijara revalorizaciones anuales de entre el 6% y el 10%. A pesar de las sospechas e investigaciones periodísticas en Estados Unidos, no llegó ninguna noticia que afectase la reputación de Afinsa a España o Portugal, en donde se concentraba más del 90% de la cartera de clientes. Es más, una vez que terminó el leve terremoto provocado por el artículo, Peña dio por descontado que cualquier tipo de incertidumbre sobre la operativa de esta empresa había cesado⁹⁶⁶.

Sin embargo, lo que Peña y la cúpula directiva de esta empresa no sabían era que Louis Corrigan, directivo de Kingsford Capital, se había hecho eco de las denuncias de la Organización de Consumidores y Usuarios (OCU) relacionada con la supuesta alta revalorización de sellos, así como del artículo de *Barron’s*. Además, Corrigan envió una carta⁹⁶⁷ a la Fiscalía en la que se exponía lo siguiente:

- Se solicitaba que se abriese una investigación sobre los ingresos de Afinsa;
- Se planteaba la posibilidad de que esta empresa estuviese realizando actividades reservadas a empresas financieras y de crédito;
- Se planteaba la posibilidad de que la misma estuviese engañando a sus clientes con respecto al valor de mercado de los sellos, al ser dicho valor muy inferior al que esta otorgaba;
- Se informaba que la aseguradora de Afinsa, Lloyd’s, había cancelado, supuestamente, los contratos de seguro con dicha compañía al distar el valor de mercado y el atribuido por la empresa; y,
- Se planteaba la posibilidad de que Afinsa hubiese conformado un

⁹⁶⁵ Irónicamente, el contrato estaba suscrito por Vicente Martín Peña como representante de Afinsa.

⁹⁶⁶ Posteriormente, la prensa financiera norteamericana y británica dio seguimiento a los problemas relacionados con el caso Afinsa, mientras que la prensa española no hizo lo mismo, y se limitó a dar su versión de la ‘economía feliz’, informando simplemente sobre la existencia de un negocio de sellos que suponía una gran oportunidad para hacer grandes beneficios.

⁹⁶⁷ Texto completo de la carta de fecha 27/07/2005 en http://www.1888932-2946.ws/gregmanning/E-DocumentManager/gallery/Hedge_Fund_Complaint_0609.pdf

estructura piramidal que tuviese la fortaleza de un “*house of cards*”⁹⁶⁸.

En definitiva, lo que esta carta intentó evitar, tal y como expone, es que 150.000 pequeños inversores repartidos entre España y Portugal llegasen a perder su dinero por una posible estafa piramidal que tenía los días contados. Esta llamada de atención tuvo que venir desde fuera, porque al parecer los medios españoles desconocían del fraude⁹⁶⁹. Sin embargo, hubo un hombre que sí denunció todo. Su nombre es José María Sempere Luque, y fue él quien a través de su página, ya en abril de 2004, advertía sobre la posibilidad de que la inversión filatélica como un engaño⁹⁷⁰. Como puede leerse en otra de sus entradas web⁹⁷¹, su afirmación viene de 6 elementos objetivos que le hacen considerar la inversión filatélica como un engaño:

- Los sellos no reflejan el valor de mercado;
- Los sellos no se revalorizan indefinidamente y menos en un sentido ascendente. Sí puede ocurrir en unos determinados casos, pero no con la generalidad de los mismos;
- El precio de los sellos viene impuesto por la oferta y demanda y no por el listado de precios predeterminado por la empresa; y,
- Al ser la filatelia una actividad limitada, la demanda impuesta y generada por este tipo de empresas desborda la demanda bruta que en realidad mantiene.

A los esfuerzos realizados por Sempere, Martín y Corrigan, se suman los realizados por la inspectora de la Agencia Tributaria, María Teresa Yábar Sterling, quien en 2003 comenzó una investigación tanto sobre Afinsa como sobre Fórum, por una serie de delitos fiscales y de blanqueo de capitales, y que cuyo informe, emitido en 2005, motivó la intervención judicial de 9 de mayo de 2006. Si bien la investigación oficial, que contó con la colaboración de la Agencia Tributaria y las Unidades de Inspección Aduanera, fue realizada sin problema alguno, la intervención de estas sociedades y su registro terminó por ser desastrosa. Lo que en un principio prometía

⁹⁶⁸ Sinónimo de la expresión española “Un Castillo de Naipes”, con la que se hace referencia a una construcción sin unos cimientos sólidos.

⁹⁶⁹ Se dice que Vicente Martín Peña fue uno de los artífices que permitieron que en 25 años no se publicase un solo artículo en España que fuese directamente contra Afinsa; entre otras cosas, gracias a las enormes inversiones de esta empresa en los medios de comunicación.

⁹⁷⁰ Sempere Luque, J.M. (2014, abril). *Cuando la inversión filatélica es una engaño*. Descargado en <http://filateliadigital.com/471/>.

⁹⁷¹ Sempere Luque, J.M. (2015, enero). *La falsa inversión filatélica*. Descargado de <http://filateliadigital.com/la-falsa-inversion-filatelica/>.

ser un registro secreto, fue filtrado días antes de que se llevase a cabo el mismo, lo que supuso la pérdida de documentos, el reparto indebido de millones de euros y destrucción de pruebas incriminatorias. Esto, en un futuro, lastró mucho la investigación y el proceso judicial, pues elementos claramente determinantes ya no estuvieron al alcance de la policía. Así, tras 7 años desde el descubrimiento de la estafa piramidal, solo se lograron recuperar algunos lotes filatélicos de escaso valor, por lo que los consumidores de Afinsa solo han sido llamados a recibir un 5% del dinero defraudado⁹⁷². Es lo único que les ha quedado a los que siguen luchando mediante la plataforma de Asociación de Usuarios de Bancos, Cajas y Seguros.

Finalmente, cabe indicar que, como respuesta política a los casos de las filatélicas, en febrero de 2008, el actual Presidente del Gobierno, D. Mariano Rajoy Brey, emitió una carta a la Asociación de Perjudicados de Fórum en la que aseveraba incluir en su programa electoral una serie de medidas para apoyar a los defraudados. Entre estas medidas se encontraban las siguientes:

- Promover la constitución de un Fondo de Garantía;
- Creación de una línea de créditos; e,
- Incrementar los medios humanos y materiales de los órganos jurisdiccionales.

En este contexto, en 2007 se abrió una línea de crédito oficial de 500 millones de euros para los más de 460.000 afectados⁹⁷³. Además, en el año 2012, y concretamente el día 28 de diciembre, el Consejo de Ministros aprobó la prórroga de dos años más de dichos créditos oficiales⁹⁷⁴. Por último, cabe destacar que las entidades que se encarguen de este tipo de gestiones en ningún momento pueden aplicar un interés sobre el capital que se conceda.

9.3.3.5.3 ¿Naturaleza Financiera o Mercantil?

No puede decirse que los casos Afinsa y Fórum fuesen una estafa piramidal en el sentido primario y estricto de la expresión, puesto que uno de los requisitos para la

⁹⁷² En el caso de las víctimas de Fórum, la recuperación ha sido del 10% de lo invertido.

⁹⁷³ El Mundo (2007, 15 de junio). *El ICO Abre la Línea de Créditos para los Afectados de Fórum y Afinsa*. Descargado de <http://www.elmundo.es/mundodinero/2007/06/15/economia/1181909834.html>.

⁹⁷⁴ Asociación de Usuarios de Bancos, Cajas y Seguros de España (2013, 9 de enero). *Prorrogados Dos Años Más los Créditos ICO para Afectados de Fórum y Afinsa*. Descargado de <http://laeconomíadelosconsumidores.adicae.net/?articulo=1157>.

existencia de estafas piramidales es su carácter financiero. Atendiendo al auto dictado por la Audiencia Nacional en el año 2010, la estafa no sería piramidal ya que su carácter es mercantilista al establecer la contrapartida en los sellos o lotes filatélicos y al no establecer remuneraciones globales superiores al 50% en un corto periodo de tiempo, de entre 6 a 9 meses⁹⁷⁵. En esta línea comenta el catedrático de Derecho Mercantil D. Ángel Rojo Fernández-Río, miembro de la Sección Especial de Derecho Concursal de la Comisión General de Codificación, que dado que la labor que llevaban a cabo estas empresas era puramente mercantil, no se puede determinar la existencia de una estafa piramidal⁹⁷⁶. Sin embargo, como vimos anteriormente, a finales de septiembre de 2015 el Juez de lo Mercantil declaró culpable el concurso de Fórum, y responsabilizando a seis implicados, consideró que este caso es uno claro de venta piramidal, y que la sociedad presentaba una contabilidad ficticia.

Por otra parte, destaca el hecho que ciertas actividades financieras estaban prohibidas para Afinsa y Fórum. Pero, ¿qué entendemos por actividad financiera? En lo relativo a la delimitación del concepto “actividad financiera”, podemos indicar que en nuestra legislación de aquel entonces no existía una regulación firme de este concepto puesto que el legislador atribuía el carácter financiero a la actividad o actividades según las especialidades que presentara, y por ello, no es posible encontrar una definición válida y única. Sin embargo, es cierto que toda la actividad financiera tenía en común que siempre estaba tutelada por la Administración Pública Económica, por ejemplo, por la CNMV. Sin embargo, esto no ocurría con estas dos empresas, ya que no existía ningún organismo de la administración pública que regulase o supervisase sus acciones.

Bajo la ley actual, la actividad financiera que deben realizar las instituciones de inversión colectivas se encuentra establecida en el artículo 1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, que define a las Instituciones de Inversión Colectivas como aquellas que *“tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de*

⁹⁷⁵ Véase el texto completo del Auto dictado por la Audiencia Nacional en el año 2010 en <http://www.aelpa.org/actualidad/marzo2010/StAN-FORUM.pdf>

⁹⁷⁶ Rojo Fernández-Río, A. (2005, 13 de junio). Dictamen sobre la Naturaleza de la Actividad de Comercialización de Sellos en el Marco de un Programa de Inversión Filatélica Dirigida. Descargado de <http://www.eleconomista.es/imag/documentos/dictamen.pdf>.

*los resultados colectivos.*⁹⁷⁷”

En este sentido, el informe presentado por los peritos de Hacienda en marzo del año 2013 ante la Audiencia Nacional, confirma la naturaleza financiera de la actividad llevada a cabo por Afinsa, al considerar que la filatelia era en definitiva algo intrascendente e irrelevante para el negocio de la empresa, hasta el punto que a fecha de 1998, el 64% de los contratos suscritos por Afinsa no llegaron a tener filatelia adjudicada. Lo anterior fue ratificado por el auto de procesamiento de fecha 17 de Julio de 2013⁹⁷⁸, que manda y firma el Juez D. Santiago J. Pedraz Gómez, Magistrado-Juez del Juzgado Central de Instrucción número uno. En dicho auto se establece el carácter financiero de las actividades realizadas por Afinsa, entre otros, sobre la base de que:

- (i) el inversor determina la cantidad de euros a invertir y no la cantidad de lotes filatélicos a comprar;
- (ii) el mandato de compra y de venta no se distanciaban mucho en el tiempo; y,
- (iii) la mediación no existía por parte de Afinsa, porque el cliente nunca cobraba lo que el tercero pagaba por los sellos; es más, muchas veces los sellos ni siquiera eran comprados, sino adjudicados a otro contrato en donde Afinsa prometía el pago de un interés previamente pactado. La clave está en que esos intereses estaban fijados de antemano y por tanto, dicha revalorización no se hacía sobre el valor del objeto sino que era directamente efectiva, es decir, que el trasfondo es que Afinsa no comerciaba con el objeto sino que simplemente establecía una remuneración, unos intereses determinados. Sin embargo, al no ser entidades financieras, Afinsa no estaba dotada de la capacidad y legitimidad suficientes como para pagar intereses por esta actividad⁹⁷⁹.

⁹⁷⁷ Véase supra nota 531.

⁹⁷⁸ Audiencia Nacional Juzgado Central de Instrucción Uno Sumario 2/2013, Auto de Procesamiento, (17/06/2013), <http://publicaciones.adicae.net/publicaciones/pdf/1374061876990AutoAfinsa.pdf>

⁹⁷⁹ Según los documentos que tenía en poder la Fiscalía Anticorrupción, el famoso despacho Cuatrecasas, que asesoró a la empresa desde el año 2004, redactó un informe donde hacía referencias a cláusulas oscuras y abusivas, que sumadas a las expresiones financieras antes mencionadas podían inducir al cliente a confundir la actividad con la falsa apariencia de la que se le estaba dotando a aquella.

9.3.3.7 El Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN)

En el marco de las inversiones, la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores⁹⁸⁰ modificada por la Ley de 37/1998, de 16 de Noviembre, en su artículo 77, decretó la exigencia de la creación de un fondo cuyo objeto es la protección del inversor, denominado Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN)⁹⁸¹. Este Fondo no es más que un instrumento mediante el cual se pretende dotar de cobertura y protección al inversor en caso de la insolvencia de una empresa de inversión, es decir, que la propia empresa no pueda hacer frente a las obligaciones que tiene con sus clientes⁹⁸².

Este artículo fue posteriormente desarrollado por el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre Sistemas de Indemnización de Inversores⁹⁸³, que en su Capítulo I contiene la regulación detallada del fondo y el derecho de los inversores a una indemnización en caso de que la empresa en la que invirtieron se declare en concurso o se produzca una declaración de insolvencia administrativa de una entidad adherida al FOGAIN. Solo en estos casos se cubre a los mencionados inversores, pero lo que no pretende es cubrir las pérdidas de valor de dichas inversiones, ni tampoco cubrirá a los inversores profesionales como podrían ser las entidades financieras, puesto que el objeto de este Fondo no es proteger al inversor profesional.

Dicho fondo es gestionado por la Gestora del Fondo de Garantía de Inversiones, S.A., cuya regulación societaria viene igualmente detallada en el Real Decreto 948/2001 antes indicado. Su consejo de administración está compuesto por 16 miembros, a los que se añade un representante de la CNMV y un representante por comunidad autónoma con competencia en el mercado de valores, es decir, Cataluña, País Vasco y la Comunidad Valenciana. La cuantía fijada para cubrir al inversor no profesional se establece en 100.000 euros, de acuerdo a lo establecido

⁹⁸⁰ Modificada por la Ley 37/1998, de 16 de Noviembre, cuyo texto completo se encuentra en <http://www.boe.es/boe/dias/1998/11/17/pdfs/A37406-37446.pdf>

⁹⁸¹ En el artículo sexto del texto legal, se da nueva redacción al Título VI de la Ley 24/1988, regulándose un mecanismo nuevo en nuestros mercados de valores, cual es el del “Fondo de Garantía de Inversiones”.

⁹⁸² Para mayor información sobre el FOGAIN visite <https://www.fogain.es/informacion-sobre-el-fogain/regulacion>.

⁹⁸³ Véase el texto completo del Real Decreto 948/2001 en <http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2001-15221>

por el Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, en su artículo único⁹⁸⁴, los cuales tienen el respaldo de las entidades que se adhieran al Fondo. Cabe destacar, por su parte, que la supervisión de todo el funcionamiento de este conglomerado de fondos garantizados corre a cuenta de la CNMV.

Entrando ya en materia formal del Real Decreto 948/2001, de 3 de Agosto, y profundizando en la protección del consumidor, de acuerdo a lo establecido en el artículo 5 del mencionado Real Decreto, el propio inversor, de no ser satisfecho con el reembolso del dinero o restitución de los valores, podrá ejercitar su derecho ante el Fondo siempre que la empresa esté en quiebra o que la CNMV declare que la empresa no puede hacer frente a sus obligaciones. Una vez se haya comprobado esta situación, se da un plazo máximo de 3 meses para satisfacer al inversor, salvo casos excepcionales que contarían con una prórroga autorizada por la CNMV. Concretamente el artículo 5 dice lo siguiente:

“Artículo 5. Declaración de incumplimiento y derechos de los inversores.

1. Los inversores que no puedan obtener directamente de una entidad adherida al fondo el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos que les pertenezcan podrán solicitar a la sociedad gestora del mismo la ejecución de la garantía que presta el fondo, cuando se produzca cualquiera de las siguientes circunstancias:

a) Que la empresa de servicios de inversión haya sido declarada en estado de quiebra, o se tenga judicialmente por solicitada la declaración de suspensión de pagos de la entidad, y esas situaciones conlleven la suspensión de la restitución del dinero o de los valores o instrumentos financieros; no obstante, no procederá el pago de esos importes si, dentro del plazo previsto para iniciar su desembolso, se levantara la suspensión mencionada.

b) Que la CNMV declare que la empresa de servicios de inversión no puede, a la vista de los hechos de los que ha tenido conocimiento la propia Comisión y por razones directamente relacionadas con su

⁹⁸⁴ Véase el texto completo del Real Decreto 1642/2008 en <http://www.boe.es/boe/dias/2008/10/11/pdfs/A40985-40985.pdf>

situación financiera, cumplir las obligaciones contraídas con los inversores.

Para que la CNMV pueda realizar esta declaración será necesario que se produzcan las siguientes circunstancias:

1.^a Que el inversor hubiera solicitado a la entidad adherida la devolución de los fondos o valores que le hubiera confiado y no hubiera obtenido satisfacción en un plazo máximo de veintiún días hábiles por parte de aquélla.

2.^a Que la entidad adherida no se encuentre en una de las situaciones previstas en el párrafo a) de este artículo.

3.^a Que se dé previa audiencia a la entidad adherida, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 84 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

Cuando la afectada fuese una sucursal de una empresa de inversión con sede social en otro Estado de la Unión Europea, la declaración de incumplimiento se adoptará con la colaboración de la autoridad competente de dicho Estado.

2. Una vez producida alguna de las declaraciones a que se refiere el apartado anterior, los inversores tendrán derecho a reclamar del fondo, con el límite cuantitativo establecido en el artículo 6, el reembolso de los recursos dinerarios y la devolución del valor dinerario de todo valor o instrumento financiero que tengan depositado o registrado en la empresa de servicios de inversión, cuando estos activos estén vinculados a servicios o actividades de los comprendidos en el ámbito definido en el artículo 4 de este Real Decreto'⁹⁸⁵

En conclusión, podemos comprobar que tanto en Estados Unidos como en España, los organismos supervisores se niegan a asumir cualquier tipo de responsabilidad en casos de estafas piramidales cometidas por intermediarios financieros; sin embargo, los legisladores nacionales siguen trabajando para perfeccionar la normativa civil y mercantil, de manera que se logre una mayor

⁹⁸⁵ Véase el texto completo del artículo 5 antes indicado en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Fiscal/rd948-2001.html#a5.

protección del consumidor financiero. En Estados Unidos, los casos piramidales han servido de ejemplo para la reforma de la supervisión financiera, y en diferentes estados de la unión, se han llevado a cabo, a su vez, reformas de su normativa, basándose en la regulación federal. Por su parte, en España, podemos visualizar que ha existido un desarrollo normativo y un avance en la jurisprudencia que contemplan este tipo de estafas con el objetivo de que el consumidor financiero se encuentre más protegido.

10. La Bancarrota y el Derecho Concursal

10.1 Introducción

Entendemos por derecho concursal el conjunto de normas jurídicas que tratan de establecer un conjunto de condiciones necesarias para poder declarar legalmente el estado de incumplimiento generalizado de obligaciones por parte de un deudor, comerciante o no, así como también, normas que permiten la apertura de los procedimientos necesarios para conseguir la solución plena de las obligaciones de pago, bien mediante convenio, o bien mediante liquidación posterior⁹⁸⁶.

En términos generales, el objetivo principal del sistema concursal es la protección del crédito, entendido para nuestros efectos, como la protección del inversor. En otras palabras, cuando el inversor coloca su dinero, se constituye como acreedor de la empresa o sociedad de inversión a la cual entrega sus fondos. Y en caso de que dicha empresa o sociedad de inversión se encontrase en una situación de insolvencia, el inversor tiene todo el derecho de cobrar su respectiva acreencia.

Por otro lado, se puede mencionar como principios comunes del derecho concursal comparado los principios de universalidad, colectividad y proporcionalidad ⁹⁸⁷ . Por universalidad se entiende que los procedimientos concursales deben afectar a la totalidad del patrimonio del deudor⁹⁸⁸. La colectividad se refiere a que los procedimientos concursales buscan la participación y beneficio de todos los acreedores pertinentes, superponiéndose el interés colectivo sobre el interés particular de cada acreedor. Finalmente, el principio de proporcionalidad atiende a que, salvo la prelación de cobros establecida por ley, los acreedores participan de la masa concursal (y de los resultados que puedan tener) de manera proporcional. Como podemos apreciar, estos principios redundan en proteger al inversor (u otro tipo de acreedor) para el cobro ordenado de sus respectivas acreencias.

El estudio de este capítulo es relevante dado que la crisis y los fraudes

⁹⁸⁶ Arroyo, I. y Morral R. (2014). *Teoría y Práctica del Derecho Concursal*. Tecnos.

⁹⁸⁷ Estos principios se encuentran establecidos en la legislación Peruana, específicamente en la Ley No. 27809, Ley General del Sistema Concursal, aprobada el 08 de agosto de 2002. Véase el texto completo de la Ley en http://www.mintra.gob.pe/archivos/file/SNIL/normas/2002-08-08_27809_800.pdf.

⁹⁸⁸ Con las excepciones de ley.

financieros generaron que miles de empresas tuvieran que liquidarse o reorganizarse y esto, a su vez, afectó al patrimonio de los inversores. De esta manera, el objetivo es realizar un análisis sobre el panorama que han debido afrontar muchas empresas en Estados Unidos y España a consecuencia de los eventos de crisis o fraude, que han sido presentados en los capítulos anteriores.

10.2 La Bancarrota en Estados Unidos

En Estados Unidos, la legislación concursal se divide en numerosos capítulos recogidos en el Título 11 del USC. Concretamente, los Capítulos 7, 11, 13 y 15 abordan la bancarrota personal, comercial, transfronteriza o de un municipio. Los capítulos que más son utilizados por las empresas en dificultades son el Capítulo 7 de la Liquidación (*Liquidation in Bankruptcy*), así como el Capítulo 11 que hace referencia a la Reorganización (*Reorganization Under the Bankruptcy Code*), es decir, la reestructuración de compañías en crisis y evitar así la aplicación del Capítulo 7⁹⁸⁹. Podría decirse, sin embargo, que la mayor crítica del derecho concursal estadounidense es que no es tan claro como el derecho de otros países⁹⁹⁰. El capítulo más organizado en su legislación es el capítulo 11 del Código de Bancarrota que establece la aprobación de un Plan o un Convenio de Reestructuración de empresas en dificultades.

Una gran diferencia entre el sistema concursal estadounidense y el español, por ejemplo, es que en este último no existe el denominado *fresh start*⁹⁹¹ o un “comenzar de nuevo” como se conoce en sistemas como el francés o el estadounidense. En Estados Unidos, el *fresh start* implica la cancelación de las deudas familiares⁹⁹² (por ejemplo tarjetas de crédito o deudas no garantizadas), dando al deudor una nueva oportunidad en el mercado de crédito. Esto incentiva a

⁹⁸⁹ El objetivo es la reorganización de las empresas mediante la transformación de la deuda en capital similar a la regulación inglesa.

⁹⁹⁰ A modo de comparación, la legislación española cuenta con la Ley 22/2003, de 9 de julio, que como veremos más adelante, se consolida en un sola disposición legal, las normas aplicables al procedimiento concursal.

⁹⁹¹ Elemento consistente en la cancelación de deudas que no hayan podido ser liquidadas durante el concurso (o en el período posterior). Aplicable tanto a hogares, personas físicas con actividad empresarial (autónomos), dueños de empresas con responsabilidad limitada o ilimitada.

⁹⁹² Livshits, I., MacGee, James & Terlit, M. (2003, enero). *Consumer Bankruptcy: A Fresh Start*. Working Paper 617: The Federal Reserve Bank of Minneapolis. Descargado de <https://www.minneapolisfed.org/research/wp/wp617.pdf>.

los deudores a seguir trabajando más duro, dado que tendrán la seguridad de que no estarán bajo el yugo de los acreedores una vez que esas deudas sean, bajo una protección legal, canceladas; y por lo tanto, no exigibles por parte de los acreedores. El argumento a favor de la teoría del *fresh start* fue dado por una sentencia del Tribunal Supremo de los Estados Unidos en el año 1934, que decía que uno de los principales objetivos para la utilización de esta teoría era el alivio del deudor honesto de la carga opresiva del endeudamiento y permitirle a este que empezase de nuevo⁹⁹³.

A diferencia de la normativa estadounidense, el derecho español, concretamente en el artículo 1911 del Código Civil, determina lo siguiente: “*Del cumplimiento de las obligaciones responde el deudor con todos sus bienes, presentes y futuros*”⁹⁹⁴. Esto supone que las compañías no están provistas de un incentivo a la hora de solicitar concurso, dado que sus activos futuros tendrán que responder por sus deudas anteriores.

10.2.1 Capítulo 11 – La Reorganización

En cuanto a la legitimación para iniciar un proceso concursal, de acuerdo al capítulo 11 de la Ley de Bancarrota estadounidense, en la sección 109(a) del mismo Código, se determina que “*cualquier individuo, asociación o empresa, que sea residente o tenga su domicilio, o su establecimiento principal, o alguna propiedad en los Estados Unidos puede ser considerado como deudor*”⁹⁹⁵. De esta manera, el régimen concursal estadounidense permite que se tramiten concursos de sociedades o incluso de personas naturales extranjeras. Dentro de los criterios aplicables a este efecto, se tienen en cuenta: la existencia de activos en ese país, el hecho de tener operaciones en territorio estadounidense y la presencia de acreedores o sociedades subordinadas en los Estados Unidos.

La iniciación de un proceso de reorganización puede ser solicitada de modo voluntario por el deudor o a petición por sus acreedores, siendo este último

⁹⁹³ *Id.*

⁹⁹⁴ Véase el texto completo del artículo 1911 en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/cc.l4t17.html

⁹⁹⁵ Esta sección establece sin embargo algunas excepciones de quienes pueden ser deudores. Entre ellos se encuentran las compañías de ferrocarriles, empresas de seguros nacionales, bancos y una variedad de instituciones financieras, pequeñas empresas de inversión, etc.

denominado “trámite involuntario”⁹⁹⁶. No existe, como ocurre en otras jurisdicciones, un trámite de iniciación oficiosa por parte del juez. Se trata, por tanto, de un régimen especialmente dispositivo en que las partes definen sus diferencias crediticias bajo un foro seleccionado por alguna de ellas⁹⁹⁷. Cabe destacar, sin embargo, que una vez iniciado el trámite voluntario o involuntario de reorganización, el juez estará facultado para convertirlo en un trámite de liquidación. Por otra parte, debemos mencionar el hecho de que cuando el trámite se inicia a petición del deudor, no existe obligación legal de acreditar una situación de insolvencia o de iliquidez, es decir, que basta la voluntad del sujeto de someterse al proceso para que el Tribunal pueda aceptar el caso⁹⁹⁸.

En cuanto a la regulación federal que desarrolla el proceso sobre la bancarrota, existen las Reglas Federales del Proceso de Bancarrota (*Federal Rules of Bankruptcy Procedure* o FRBP por sus siglas en inglés). La Regla No. 1007 establece, concretamente, que dentro de los catorce días posteriores a la iniciación del proceso, el deudor debe presentar una declaración relativa al estado financiero de la empresa (*statement of financial affairs*)⁹⁹⁹. Este documento es crucial pues contiene la lista de las obligaciones a cargo del deudor, así como una relación discriminada de activos y otros datos de importancia desde un punto de vista financiero. Asimismo, el deudor deberá incluir información sobre la ubicación y custodia de los libros contables y de registro, información relativa a las cuentas bancarias de la entidad deudora, las transferencias de activos, las garantías y otras operaciones relacionadas con el deudor que se hubiesen efectuado en favor de la compañía. Es importante que el

⁹⁹⁶ El trámite involuntario comienza cuando uno o más acreedores solicita la insolvencia a un tribunal de bancarrota. Una vez aceptada la solicitud, el deudor tiene 20 días para responder. Si el deudor no responde, el tribunal abrirá el proceso de bancarrota y el deudor estará obligado a participar. Si el deudor responde, se convocará a una audiencia y el juez decidirá, conforme a ley, si abre o no el proceso de bancarrota.

⁹⁹⁷ Reyes, F. (2006). *Derecho Societario en Estados Unidos: Introducción Comparada*. Legis.

⁹⁹⁸ Los tribunales no tienen discrecionalidad para desestimar o rechazar un proceso de esta naturaleza si se cumplen los mencionados requisitos de la ley, según se ha establecido en una serie de decisiones jurisprudenciales que sirven de precedente sobre el particular. Véanse por ejemplo los casos *Maxwell Communications Corp. v. Barclays Bank PLC*, *McTague*, *Cunard Steamship Company Ltd. v. Salen Reefer Services AB*, entre otros. Esta característica (de bastar la voluntad del sujeto de someterse al proceso) evita la discusión sobre los denominados presupuestos objetivos del concurso. Claro que la solicitud se sujeta, como ocurre en todas las legislaciones, a la presentación de determinados documentos por parte del deudor. Se trata de información muy detallada que puede estar acompañada de una serie de declaraciones (por ejemplo declaraciones juradas o *affidavits*) cuya sustentación oral en una audiencia puede ser requerida para verificar los hechos manifestados por el deudor. Siendo tanto el deudor como sus representantes judiciales son responsables por cualquier inexactitud, falsedad o error en las informaciones suministradas al juez o a los acreedores.

⁹⁹⁹ Véase el texto de la Regla No. 1007 en https://www.law.cornell.edu/rules/frbp/rule_1007.

deudor incluya también la información relativa a la enumeración de los acreedores, así como la descripción y la cuantía de cada uno de los créditos. Conforme a la legislación estadounidense, esa información debe ser anexada al plan de reorganización y constituye prácticamente una confesión respecto de la existencia, naturaleza y cuantía de los créditos a cargo del deudor¹⁰⁰⁰. Tanto es así que los acreedores que no reclamen la información contenida en dicho anexo, se presumirá que aceptan que la cuantía declarada por el deudor en el momento de la petición es correcta.

De esta manera, en los casos que corresponda, el deudor deberá presentar al juez competente el plan de reorganización para su consideración. Este plan deberá ser presentado por el propio deudor, o en su defecto por los acreedores, en un plazo de 120 días desde que se presente una solicitud para la reorganización de la empresa. A pesar de la oposición de algunos acreedores, el juez aprobará dicho plan siempre que sea factible y cumpla con todos los requisitos legales. Mientras tanto, los administradores de la empresa continuarán en sus cargos pudiendo llevar a cabo algunas operaciones extraordinarias con la autorización del juez.

Por otro lado, de acuerdo con la sección 1102 del Código de Bancarrota, se designará un comité en el que estarán representados siete de los principales acreedores no garantizados. Este comité podrá, con la aprobación del Tribunal, contratar un abogado u otro profesional que lo ayude en la realización de sus funciones. Este comité se constituye como un importante resguardo para el manejo adecuado del negocio del deudor que aún posee bienes concursales (*debtor in possession* según el Código de Bancarrota)¹⁰⁰¹.

En relación con la administración del proceso concursal, cabe indicar que el Capítulo 11 de reorganización es utilizado generalmente por empresas de todo tipo, desde grandes sociedades a empresas unipersonales, pasando por medianas y pequeñas empresas. En general, las empresas tienen personalidad jurídica distinta a la de los accionistas, lo que implica que la responsabilidad de los accionistas se encuentra limitada hasta el monto de su inversión. No obstante, en las empresas unipersonales (*sole proprietorship*), el propietario no tiene una identidad distinta a la de la empresa, por lo que cuando existe una reorganización bajo el Capítulo 11, en

¹⁰⁰⁰ Véase supra nota 997.

¹⁰⁰¹ United States Courts (2015, 8 de agosto). *Chapter 11 – Bankruptcy Basics*. Descargado de <http://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics>.

estos casos, la ley determina como deudor a ambos, empresa y propietario, entendiendo además que el patrimonio de ambos entra en concurso. Es en este tipo de casos en donde surge la figura del *debtor in possession*, quien tendrá todas las funciones de un administrador de bancarrota para su propio caso, con excepción de las relativas a la investigación y la de distribución de fondos. De esta manera, el *debtor in possession* tiene obligaciones de información y reportes así como obligaciones operativas como la contratación de abogados u otros profesionales para que lo ayuden en la realización de sus funciones, declaración de impuestos, etc.¹⁰⁰² Sin embargo, quien tiene la responsabilidad de liderar el proceso de reorganización de empresas bajo el Capítulo 11 del Código de Bancarrota es el denominado Administrador de Quiebra (*U.S. trustee* según el Código de Bancarrota). Este administrador tiene las funciones mencionadas anteriormente relativas al *debtor in possession*, así como las demás funciones innatas a la administración y preservación de la masa concursal.

Una de las funciones principales del administrador de quiebras es la de convocar a la junta de acreedores¹⁰⁰³, a través de la cual tanto el administrador de quiebras como los acreedores preguntarán al deudor, quien se encuentra bajo juramento, acerca de sus actos, conducta, propiedades y la administración del caso. Sin embargo, debido a la brevedad y corta duración de la primera audiencia, aquellos asuntos que no fuesen aclarados pueden ser objeto de una reclamación para que sean publicados o aclarados a través del proceso de información denominado en inglés *discovery of evidence*¹⁰⁰⁴. Para los efectos, el deudor debe poner a disposición de la parte que lo solicite toda la información financiera, incluyendo los libros contables o información legal de que disponga y que guarde relación con el proceso. Se trata de una enorme carga para el deudor, porque implica el suministro, sin mayores reservas, de un sinnúmero de documentos de diversa índole, cuyo contenido puede ser utilizado en su contra. Cabe indicar que el alcance de este mecanismo es tan amplio, que en la jerga jurídica norteamericana se ha denominado como el

¹⁰⁰² Véase el texto completo de la sección 1107 del Código de Bancarrota, que regula los deberes, derechos y responsabilidades del *debtor in possession* en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/1107>

¹⁰⁰³ En Estados Unidos se conoce a esta junta como la Junta de la Sección 341 (*section 341 meeting*) debido a que se encuentra regulada en la mencionada sección del Código de Bancarrota. Véase el texto de la sección 341 del Código de Bancarrota en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/341>.

¹⁰⁰⁴ *Discovery of Evidence* se encuentra recogido en la Regla n. 2004 del FRBP.

proceso de “expedición de pesca” o *fishing expedition*¹⁰⁰⁵.

Es importante mencionar finalmente que el *debtor in possession* o el administrador de quiebras, según sea el caso, tiene poderes para revertir las transferencias de dinero o de propiedades durante un cierto periodo de tiempo, generalmente de 90 días¹⁰⁰⁶, previo a la fecha de solicitud de reorganización. Con ello, se asegura la cancelación de las transacciones y el retorno de los pagos o de la propiedad para así tenerlos disponibles y poder proceder al pago de todos los acreedores.

10.2.1.1 Efectos de la Admisión

Si la demanda de reorganización es admitida a trámite, el tribunal emitirá de manera inmediata una orden para la protección de la entidad deudora denominada “Orden de Abstención” (*Order for Relief*), con el propósito de evitar que sus activos sean rematados en proceso de ejecución individual. De ahí que, el principal efecto de la iniciación del trámite concursal en los Estados Unidos consista en la denominada suspensión automática (*Automatic Stay*), en virtud de la cual los acreedores no pueden iniciar acciones contra la empresa deudora que se haya acogido a dicho procedimiento. En los términos de la sección 362 del Capítulo 11 del Código de Bancarrota, la “Orden de Abstención” emitida por el juez prohíbe la iniciación o la continuación de cualquier acción legal, proceso judicial o actividad extrajudicial para el cobro de cualquiera de las obligaciones que hubiesen surgido con anterioridad a la solicitud de admisión del proceso concursal; asimismo, prohíbe la ejecución de cualquier garantía en virtud de la cual se intenten crear nuevos gravámenes para preservar obligaciones a cargo del deudor. Por otro lado, dicha “Orden de Abstención” también prohíbe a los acreedores llevar a cabo la ejecución de ciertos contratos, incluidos los de arrendamiento de bienes utilizados por el deudor; y a realizar compensaciones por cualquier deuda mantenida por el deudor a su favor. A través de este mecanismo, la legislación estadounidense procura mantener un *status quo* de la

¹⁰⁰⁵ Este expediente procesal se utiliza con frecuencia como medio de obtención de pruebas para futuros procesos en contra de la sociedad deudora, sus administradores, accionistas u otras partes relacionadas.

¹⁰⁰⁶ Este plazo puede llegar a ser de hasta 1 año si es que la transferencia de dinero o de propiedad se realiza a personas relacionadas, como por ejemplo, familiares, socios, directores y administradores, etc.) Incluso los plazos pueden llegar a ser mayores, dependiendo de las leyes estatales aplicables.

situación del deudor. De esta manera, en caso de incumplimiento de estas obligaciones de abstención, el tribunal podrá sancionar a aquellas empresas o particular por desobedecer las órdenes judiciales a través de las normas sancionadoras por desacato al tribunal (*Contempt of Court*)¹⁰⁰⁷.

Sin embargo, el juez también podrá conferir excepciones en ciertos casos para que no se cumpla la prohibición de tomar acciones en contra el deudor, por ejemplo, cuando un acreedor proponga el embargo de ciertos bienes del deudor que no sean necesarios para la efectiva reorganización de la entidad deudora, de acuerdo la sección 362(d)(2) de Código de Bancarrota¹⁰⁰⁸. Todo lo anterior es importante en la medida en que evita que el deudor sea privado de bienes y otros activos que utiliza para el desarrollo de su objeto social, mientras se produce la negociación del acuerdo de la reorganización de la sociedad.

Cabe mencionar que la legislación concursal estadounidense considera tres tipos de acreedores que pueden tener interés en la masa concursal¹⁰⁰⁹:

- Acreedores que cuentan con una garantía real sobre los bienes del deudor (*Secured Creditors*). Estos acreedores son quienes detentan la máxima protección de acuerdo a las normas vigentes y, en general, están legitimados para ejercer sus derechos y defender sus intereses de modo individual.
- Acreedores no garantizados (*Unsecured Creditors*). Estos, a diferencia de los acreedores garantizados, no gozan de las prerrogativas de protección mencionadas. Para facilitar la acción de quienes carecen de garantías otorgadas por el deudor, el Código de Bancarrota prevé que su representación pueda llevarse a cabo por un comité de acreedores designados al iniciarse el trámite, mediante la selección de aquellos que sean titulares de los créditos más cuantiosos. Las funciones de este órgano colegiado se circunscriben, en general, a la defensa de los intereses

¹⁰⁰⁷ En caso de que un acreedor quiera oponerse a la “orden de abstención” del tribunal, este deberá presentar una demanda en caso contrario e incluir una justa causa por la cual el tribunal debería proceder con la demanda. En algunos casos, el acreedor puede alegar que los tribunales no han protegido correctamente al acreedor, de acuerdo a lo estipulado en el artículo 362 (d) del mismo Código.

¹⁰⁰⁸ Véase el texto de la sección 362 del Código de Bancarrota en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/362>.

¹⁰⁰⁹ Law 360 (2013, 30 de julio). *Understanding the Contents of a Chapter 11 Plan*. Descargado de <http://www.friedfrank.com/siteFiles/Publications/Understanding%20The%20Contents%20Of%20A%20Chapter%2011%20Plan.pdf>

crediticios de este grupo. El comité cumple un papel importante dentro del proceso concursal. Los jueces suelen prestar atención a la opinión de este órgano colegiado respecto de los más diversos asuntos. Además, la recomendación favorable que el comité pueda formular respecto al convenio de reestructuración puede ser decisiva para su aprobación. De ahí que el comité tenga gran importancia en la negociación del acuerdo al que finalmente se llegue.

- Titulares de capital social (*equity holders*). Estos son básicamente los accionistas, quienes en general, están desprovistos de protecciones o garantías legales especiales. Por ello, su posición crediticia como acreedores internos está subordinada respecto de todos los acreedores externos. En general, si los activos sociales y las proyecciones financieras resultan insuficientes para cubrir los pasivos externos, los titulares del capital recibirán mucho menos que los dos otros tipos de acreedores.

10.2.1.2 Financiación Posconcurzal

A menudo, el deudor que participa en un proceso concursal encuentra dificultades para financiar su actividad con posterioridad a la iniciación del trámite de concurso, y es por ello, que las legislaciones contemporáneas reconocen la necesidad de otorgarle a los créditos posconcursoales una prelación en su pago. El sistema de los Estados Unidos no es una excepción en esta materia. La normativa vigente le permite al deudor bajo un proceso de reorganización que adquiera la financiación necesaria para desarrollar sus proyectos de negocio, la cual tendrá una prelación en el pago sobre la totalidad del pasivo concursal. Esta modalidad crediticia recibe la denominación de “financiación del deudor en posesión de su patrimonio”, (*Debtor In Possession Financing* o *DIP financing*)¹⁰¹⁰. En los términos de la sección 364 del Código de Bancarrotas, el deudor está facultado, previa autorización judicial emitida en audiencia, y previa notificación a los acreedores, a obtener crédito con o sin garantía real, de manera que pueda continuar con sus actividades, asegurándose que

¹⁰¹⁰ Huebner, M. (2005). *Debtor-in-possession Financing*. The RMA Journal. Abril 2005.

el pago de esta deuda goce de la misma prelación que se le confiere a los gastos administrativos¹⁰¹¹.

En conclusión, este tipo de financiación posconcurso permite a los deudores en concurso el poder seguir en sus actividades de negocio, facilitando la viabilidad de la reorganización empresarial.

10.2.1.3 Convenio para la Reorganización

Como ocurre generalmente en cualquier sistema concursal, el deudor debe presentar a sus acreedores un convenio o plan de reorganización en los que se definen las condiciones financieras en que se han de pagar los pasivos externos e internos. El plan está precedido por otro documento denominado “Declaración de Divulgación” (*Disclosure Statement*)¹⁰¹². Esta declaración es similar a los prospectos informativos que se preparan para que los títulos valores sean admitidos a venta en mercados públicos de valores. Básicamente contienen referencias al historial del deudor, las causas que motivaron su situación financiera, la descripción de sus activos y pasivos, las proyecciones financieras y los factores de riesgo. Asimismo, es importante que describa los aspectos tributarios que lo afecten, los litigios pendientes y cualquier otra información que permita a los inversores formar una opinión razonada sobre el propuesto convenio de reestructuración. La importancia del convenio radica en que, llegado el momento de la votación previsto en la sección 1125(b) del Código de Bancarrota¹⁰¹³, permite a los acreedores que lleven a cabo una decisión informada. Cabe indicar que, de cualquier modo, esta declaración debe ser aprobada por el juez antes de ser sometido a los acreedores.

Otras de las características de la declaración, consiste en la necesidad de incluir también un modelo de lo que sería una posible liquidación del deudor. La idea es hacerle ver a los acreedores que la reorganización de la empresa es una propuesta que presenta mejores condiciones de las que obtendrían en caso de liquidarse los activos del deudor. De esta manera, dicha fórmula debe representar para éstos una posición más favorable que la que resultaría de la propia liquidación y distribución del

¹⁰¹¹ Warren, W., Bussel, D. y Skeel, D. (2012). *Bankruptcy*. Foundation Press, 9th edition.

¹⁰¹² Bulkat, B. (2015) What is a Disclosure Statement in Chapter 11 Bankruptcy? *AllLaw.com*. Descargado de <http://www.alllaw.com/articles/nolo/bankruptcy/disclosure-statement-chapter-11.html>

¹⁰¹³ Véase el texto de la sección 1125 del Código de Bancarrota en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/1125>

activo social. Este apartado demuestra, una vez más, la preocupación del sistema jurídico y financiero estadounidense por salvar las empresas viables a toda costa y para el normal funcionamiento del mercado.

El Código prevé que el plazo para la presentación del convenio de reorganización sea de 120 días contados a partir de la fecha de presentación de la solicitud de bancarrota por parte del deudor. Pasado dicho periodo de tiempo, cualquier parte interesada, es decir administradores o acreedores, quedará facultada para presentar un convenio de reorganización. De cualquier modo, pasado los 120 primeros días, tanto el deudor como los acreedores pueden presentar dos propuestas de convenio distintas. El plazo previsto para la aprobación del convenio de reorganización es de 180 días contados a partir de la fecha de admisión a trámite de la demanda, de acuerdo a lo estipulado en la sección 1121. Este plazo puede ampliarse por orden del juez mediante una petición debidamente motivada. Los acreedores serán los encargados de la aceptación del convenio¹⁰¹⁴.

Por otro lado, el contenido del convenio de reorganización está definido en la sección 1123 del Código de Bancarrota¹⁰¹⁵. Dicho artículo ofrece una enumeración detallada de factores para su ordenación, e incluye un sistema de prelación de créditos que se pretende establecer de acuerdo a las diferentes categorías de acreedores. Una de las ventajas del sistema concursal de los Estados Unidos es la simplicidad que posee en cuanto a la definición de las clases de créditos. Se trata de un sistema eminentemente convencional, en el que las partes interesadas regulan sus relaciones en la forma que más convenga a sus intereses.

Así pues, salvo los gastos administrativos, los créditos que gocen de garantías reales, una fracción de las deudas laborales y las obligaciones tributarias del deudor, todas ellas que gozan de preferencia para su pago. Por su parte, el orden de las demás categorías de créditos, así como la forma y plazos para su pago, obedecerán a una definición voluntaria del deudor y de sus acreedores. Podría decirse que este constituye otra manifestación del carácter típicamente capitalista del sistema

¹⁰¹⁴ Véase el texto de la sección 1121 del Código de Bancarrota en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/1121>

¹⁰¹⁵ Véase el texto de la sección 1123 del Código de Bancarrota en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/1123>

concurzal estadounidense¹⁰¹⁶. De ahí que la determinación de prelación legal de carácter imperativas vea reducido su ámbito de aplicación a unas cuantas categorías.

Asimismo, la sección 1123(a)(2) determina la necesidad de definir qué tipo de acreedores verán sus derechos y créditos modificados (*impaired*) como resultado del plan de reorganización. Además, la ley entiende que es igualmente necesario definir diferentes clases de acreedores dentro de una clase, dependiendo de si su reclamación es sustancialmente similar a la de todos los demás acreedores incluidos en ella, o que formen parte de un grupo de acreedores. Es relevante señalar que, los acreedores respecto de los cuales no se produce ninguna alteración dentro del plan, es decir, aquellos que han de recibir la totalidad de lo que se les adeuda en la forma y términos inicialmente acordados (*unimpaired claims*), no tienen derecho de voto¹⁰¹⁷. Este régimen jurídico obedece a una lógica innegable, pues, al no sufrir perjuicio alguno, no es posible oponerse a lo que los demás acreedores acuerden con el deudor. Esto es particularmente notorio en el caso de los acreedores dotados de garantías reales, quienes están excluidos de la votación al menos en relación con la parte garantizada de sus créditos.

Una vez definidas las clases de créditos que han de incluirse en el convenio, debe dársele aplicación al principio de prelación absoluta (*absolute priority*), el cual se encuentra previsto en la sección 1123(a)(4), a cuyo tenor el convenio debe “*prever un tratamiento igual para todos los créditos, a menos que el titular del respectivo crédito acepte que se le dé un tratamiento menos favorable*”¹⁰¹⁸. Este requisito de igualdad y no discriminación es fundamental, de lo contrario el juez puede negarse a confirmar el acuerdo de restructuración aprobado por los acreedores, cuando se verifique que se le ha dado un tratamiento discriminatorio a algún acreedor, en comparación con otros pertenecientes a la misma clase de créditos¹⁰¹⁹.

Otro requisito para la aprobación del convenio es que este haya sido elaborado de buena fe por parte del deudor. Este hecho es importante ya que la votación para la aprobación del mismo debe haberse llevado a cabo sin coacción a los acreedores. En este sentido, el artículo 1126(e) del Código permite que, a petición de cualquier

¹⁰¹⁶ La composición de intereses crediticios constituye un asunto que pertenece al ámbito de los particulares, sin que sea menester sujetar tal negociación a demasiadas normas de obligatorio cumplimiento.

¹⁰¹⁷ Véase supra nota 1015.

¹⁰¹⁸ Véase supra nota 1015.

¹⁰¹⁹ *Id.*

parte interesada, el juez pueda excluir el voto de cualquier individuo que hubiese votado a favor o en contra del convenio de reorganización cuando se demostrase que tuvo mala fe¹⁰²⁰.

En la votación para la aprobación del convenio sólo participarán aquellos acreedores cuyos créditos no hayan sido satisfechos (*impaired classes*). El Código determina que el plan debe ser aprobado por todas y cada una de las clases de créditos afectados. Cabe señalar que se entiende que una determinada clase ha votado en favor de la fórmula cuando hubieren votado por lo menos la mitad más uno de los acreedores que numéricamente la conforman, siempre que ellos representen un mínimo de las dos terceras partes respecto del valor total de los créditos de la respectiva clase que hubieren participado en la votación.

Si el deudor logra que su plan sea aprobado por la totalidad de las clases de acreedores, habrá logrado alcanzar un acuerdo por consenso (*consensual plan*). Un acuerdo de esta naturaleza es altamente deseable, en especial porque no representa mayores dificultades para su confirmación por el juez ni se sujeta, en general, a objeciones de los acreedores.

10.2.2 Capítulo 7 – La Liquidación

La liquidación según el capítulo 7 del Código de Bancarrota es el tipo más común de bancarrota para las empresas y las personas individuales que definitivamente no pueden hacer frente a los pagos y compromisos generados en Estados Unidos. El proceso de liquidación implica el nombramiento de un administrador de quiebra o liquidador, que recoge los bienes no exentos del deudor, vende y distribuye el producto a los acreedores. Debido a que cada estado permite a los deudores conservar bienes esenciales¹⁰²¹, la mayoría de los casos del Capítulo 7 se llevan a cabo sólo para la liquidación de los bienes no esenciales¹⁰²².

¹⁰²⁰ Véase el texto completo de la sección 1126 del Código de Bancarrota en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/1126>

¹⁰²¹ Bienes esenciales son aquellos bienes que se encuentran protegidos contra un proceso de liquidación. Típicamente, estos bienes son: vehículos (hasta un cierto monto razonable), ropa, bienes del hogar (muebles y aparatos necesarios), joyas (hasta un cierto monto), pensiones, monto específico de patrimonio de vivienda, herramientas necesarias para el trabajo o comercio del deudor, la seguridad social, beneficios públicos, compensación por desempleo, etc.

¹⁰²² Los bienes no esenciales son aquellos que son pasibles de entrar en el proceso de liquidación. Típicamente son: cuentas de bancos, bonos, acciones, colecciones valiosas, instrumentos musicales (salvo que el deudor sea músico), segundas casas o vehículos, etc.

En cuanto al procedimiento de liquidación voluntaria bajo el Capítulo 7, podemos indicar en principio que, este puede ser solicitado por el deudor. El concepto de deudor es el mismo que el utilizado para los casos del Capítulo 11, es decir, deudor es “cualquier individuo, asociación o empresa, que sea residente o tenga su domicilio, o su establecimiento principal, o alguna propiedad en los Estados Unidos”¹⁰²³. También podrá procederse a la liquidación de manera involuntaria cuando la soliciten sus acreedores o inclusive de oficio por el tribunal que conozca del asunto, siempre que haya intentado sin éxito un proceso de reorganización del Capítulo 11 de la misma ley.

A diferencia del proceso de reorganización, la liquidación establecida en el Capítulo 7 no pretende facilitar la reactivación del deudor. Por el contrario, en este proceso se procura la enajenación de todos los activos del deudor, de modo que se pueda utilizar el producto para satisfacer los créditos reconocidos judicialmente dentro del trámite. A tales efectos, debe procederse al nombramiento obligatorio de un administrador de quiebras (*trustee*) que hará la labor de liquidador¹⁰²⁴. Este administrador será el encargado de liquidar los bienes y las propiedades del deudor para poder convertirlos en activos líquidos, con el fin de pagar las deudas de la sociedad deudora¹⁰²⁵.

Nombrado el administrador, el deudor no podrá llevar a cabo la administración de sus bienes ni desarrollar su objeto social. En este sentido, la iniciación del proceso del Capítulo 7 tiene por efecto la limitación automática de las facultades de los administradores sociales para cumplir con las actividades en desarrollo de su objeto y para disponer de los derechos de propiedad sobre los activos sociales. Sin embargo, al igual que ocurre bajo el Capítulo 11, todas las deudas pertenecientes a una clase determinada deben ser satisfechas en su integridad, antes de proceder a pagar las deudas contenidas en clases de inferior jerarquía. Si los activos sociales fueren insuficientes para cubrir la totalidad de las mismas, la repartición se haría a prorrata del monto de los créditos contenidos en esa categoría crediticia.

¹⁰²³ Tabb, C. (2013). *Law of Bankruptcy*. West Academic Publishing.

¹⁰²⁴ El nombramiento de un administrador se realizará de acuerdo a un estricto procedimiento de votación consagrado en el Código de Bancarrotas.

¹⁰²⁵ Puede darse la situación en que el administrador de quiebras no encuentre activos exentos para su distribución, por lo que iniciaría una liquidación sin activos, teniendo como resultado que los acreedores no garantizados no puedan cobrar nada.

Por lo demás, es importante mencionar que, en un trámite de liquidación, el deudor no puede efectuar pagos anticipados de créditos no garantizados. En efecto, de acuerdo a lo establecido por el Capítulo 7, el deudor no cuenta con la posibilidad de determinar arbitrariamente la manera en que deberá distribuirse su patrimonio entre los acreedores. La sección 726 de tal capítulo prescribe seis clases de acreedores, cuyas acreencias tienen un orden de prioridad en el pago, es decir, cada una debe ser pagada en su totalidad en el orden establecido por la ley¹⁰²⁶. Cabe indicar que el deudor se constituye como un “acreedor residual”, es decir, se le devolverá únicamente cualquier remanente que resulte de la distribución.

Durante este proceso, el deudor generalmente está pendiente de que se paguen todas las deudas posibles y de que se mantengan activos esenciales para poder empezar de nuevo bajo el *fresh start*. Ello, porque una vez completada la enajenación de los activos sociales y pagado el pasivo externo hasta la concurrencia de tales activos, el deudor tendrá derecho a la liberación judicial (*discharge*), es decir, el deudor o la sociedad deudora serán liberados de toda responsabilidad personal aunque no se hubiese satisfecho la totalidad de las deudas a su cargo¹⁰²⁷. No obstante, la sección 727(a) del Código de Bancarrota contiene algunas situaciones en la que los acreedores pueden oponerse a la exención crediticia del deudor¹⁰²⁸. Se trata, en general, de casos en los que se pueda verificar que este ha actuado de manera fraudulenta o negligente, en detrimento de los intereses de las partes involucradas en el proceso concursal. De cualquier forma, si las hipótesis planteadas por los acreedores no fuesen verificadas judicialmente, el juez estará obligado a liberar al deudor.

Por último, vale la pena mencionar que la regulación de la bancarrota cambió radicalmente en 2005 con el paso de la Ley de Prevención del Abuso de la Bancarrota y la Protección del Consumidor (*Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act* o BAPCPA)¹⁰²⁹. Esta ley hizo más difícil para los deudores declararse

¹⁰²⁶ Véase el texto completo de la sección 726 del Código de Bancarrota en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/726>

¹⁰²⁷ Cabe destacar que la exención crediticia establecida por el artículo 727 sólo se aplica a las personas naturales en caso de que estas no hayan intentado cometer fraude contra un acreedor o haya intentado ocultar cualquier propiedad o bien después de la solicitud de la liquidación.

¹⁰²⁸ Véase el texto completo de la sección 727 del Código de Bancarrota en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/727>

¹⁰²⁹ Véase el texto completo de la Ley BAPCPA en <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-109publ8/html/PLAW-109publ8.htm>.

en bancarrota en general y beneficiarse del Capítulo 7 ¹⁰³⁰. La ley BAPCPA básicamente estableció que los deudores debían pasar un *test* para verificar si estos estaban abusando del sistema o no. Este *test* consistía en el cálculo de los ingresos mensuales del deudor, el cual era comparado con el ingreso mensual promedio del estado donde el deudor residía. Si el ingreso mensual del deudor era mayor que el ingreso mensual promedio del estado en donde vivía, entonces se entendía que este se estaba aprovechando del sistema para que se le perdonasen sus deudas y no se pagasen a los acreedores. Como era de esperar, las grandes empresas abogaron por la aprobación de la Ley BAPCPA, afirmando que su aprobación tendría efectos positivos para los consumidores, ya que las empresas conservarían sus derechos a reclamar las deudas, por lo que reducirían sus pérdidas y ofrecerían a los consumidores mejores condiciones para la adquisición de sus productos o servicios. Sin embargo, tristemente esto no fue así¹⁰³¹.

10.2.3 Capítulo 15- La Insolvencia Transfronteriza

La Ley BAPCPA añadió el Capítulo 15 al Código de Bancarrota, el cual se ocupa de la insolvencia transfronteriza, es decir, de la insolvencia de empresas extranjeras con deudas en Estados Unidos. Esta norma no solamente introdujo disposiciones que modifican, de modo sustancial, el procedimiento aplicable a la reorganización y liquidación en bancarrota de personas naturales, sino que también acogió una parte significativa de los preceptos relativos a la insolvencia transfronteriza adoptada por el Modelo de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI-UNCITRAL) sobre Insolvencia Transfronteriza, aprobada por la Asamblea General de la Organización de las Naciones Unidas mediante la Resolución 52/158, de 15 de diciembre de 1997¹⁰³². La denominada Ley Modelo de Insolvencia Transfronteriza establece pautas destinadas a lograr un mayor grado de cooperación entre los tribunales y las autoridades concursales de los diferentes países, y así otorgar mayor seguridad jurídica en los negocios e inversiones

¹⁰³⁰ Recordemos que una consecuencia importante para el deudor dentro del Capítulo 7 es el *fresh start*, dado que sus deudas son perdonadas o canceladas tras la aplicación de bancarrota.

¹⁰³¹ LandMark Publications (2012). *BAPCPA: Contemporary Decisions (Litigator Series)*. LandMark Publications.

¹⁰³² Se puede acceder al texto completo de dicha Resolución en <http://daccess-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/N98/764/80/PDF/N9876480.pdf?OpenElement>.

internacionales. La adopción de esta normativa por parte de Estados Unidos, constituye, posiblemente, el mayor éxito de la Organización de las Naciones Unidas, no sólo por la importancia del país que la ha adoptado, sino también por el hecho de que la incorporación de estas pautas al ordenamiento estadounidense no habría sido estrictamente necesario.

De manera preliminar, podemos indicar que los objetivos del Capítulo 15, expresados en la sección 1501 del Código de Bancarrota, consisten en¹⁰³³:

- Promover la cooperación entre los tribunales estadounidenses con otras autoridades competentes de países extranjeros relativa a los casos de insolvencia transfronteriza;
- Establecer un grado de mayor seguridad jurídica para el comercio y la inversión;
- Procurar la administración justa y eficiente de los procesos de insolvencia transfronteriza, protegiendo los intereses de todos los acreedores y de otras partes interesadas, incluido el deudor;
- Garantizar la protección de los activos del deudor y evitar su depreciación o desvalorización; y,
- Facilitar la recuperación de empresas en dificultades financieras, de modo que se proteja la inversión y se fomente el empleo.

Generalmente, el Capítulo 15 es usado de manera complementaria al procedimiento principal foráneo, el cual proviene típicamente del país en donde reside el deudor. Alternativamente, el deudor o el acreedor pueden iniciar un proceso de reorganización o liquidación bajo los Capítulos 7 u 11, respectivamente, en caso que los activos en los Estados Unidos requieran ser distribuidos de una manera más adecuada debido a la complejidad de los mismos. Adicionalmente, el Capítulo 15 faculta al administrador concursal a actuar en el extranjero en nombre de una masa concursal estadounidense¹⁰³⁴.

Para la aplicación del Capítulo 15, en primer lugar, debe existir en trámite un procedimiento principal de insolvencia fuera de los Estados Unidos. Luego, es necesario que un representante extranjero se acerque al juzgado y notifique de la

¹⁰³³ Véase el texto completo de la sección 1501 del Código de Bancarrota en <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/1501>

¹⁰³⁴ United States Courts (2015, 8 de agosto). *Chapter 15 – Bankruptcy Basics*. Descargado de <http://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-15-bankruptcy-basics>.

existencia de dicho procedimiento abierto en el extranjero, solicitándole su reconocimiento. A la petición deben adjuntarse los documentos que comprueban su designación como representante extranjero. Si el juzgado aprueba dicha solicitud, entonces emite un reconocimiento de bien como un “procedimiento extranjero principal¹⁰³⁵” o bien como un “procedimiento extranjero no principal¹⁰³⁶”. Como consecuencia de dicha aprobación, y de manera automática, se declara el *automatic stay* o suspensión automática, y además entran en juego las demás disposiciones del Código de Bancarrota. Adicionalmente, el representante extranjero es autorizado a participar como una parte interesada en el procedimiento concursal llevado a cabo en Estados Unidos e intervenir en cualquier otro procedimiento en donde el deudor sea una parte. Finalmente, si el representante extranjero opta por iniciar un procedimiento completo en Estados Unidos bajo los capítulos 7 u 11, aun cuando exista un procedimiento principal en el lugar de residencia del deudor, entonces, la jurisdicción de los tribunales de bancarrota estará limitada a los bienes que se encuentren en Estados Unidos.

En conclusión, un procedimiento bajo el referido Capítulo 15, procura la homologación de procesos concursales adelantados en diferentes jurisdiccionales territoriales. Se trata pues, de permitir que exista coordinación entre las autoridades concursales foráneas y los tribunales de bancarrota estadounidenses.

10.3 Derecho Concursal en España

10.3.1 Introducción

El derecho concursal en España es una rama del derecho mercantil que impone normas procesales y sustantivas, cuyo objeto es la regulación del concurso de acreedores. El derecho concursal español contemporáneo ha recibido influencia del derecho europeo y constituye un marco normativo moderno en Europa, sobre todo en lo que se refiere a la protección del consumidor financiero.

En 2012, sin embargo, el gobierno español se vio obligado a llevar a cabo la

¹⁰³⁵ Cuando el procedimiento se sigue en el foro donde se ubica el domicilio del cliente o la sede de su negocio principal.

¹⁰³⁶ Cuando el procedimiento se sigue en el foro donde no se ubica el domicilio del cliente o la sede de su negocio principal. Véase supra nota 997.

aprobación de diferentes leyes que modificaban sustancialmente el derecho concursal vigente. Concretamente, y como veremos después, se aprobaron el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos; el Real Decreto-ley 27/2012, de 15 de noviembre de medidas urgentes para reforzar la protección de los deudores hipotecarios; y, la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social. Estas leyes lograron dar una respuesta adecuada, como veremos posteriormente, a un conjunto de deudores que resultaron profundamente afectados por las malas prácticas bancarias y los efectos de la crisis financiera¹⁰³⁷.

También, como veremos después, en 2014 se aprobó la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a emprendedores y su internacionalización. Con esta ley, el gobierno español pretendió abordar una serie de medidas destinadas a beneficiar a todo tipo de empresas y a los empresarios autónomos; destacando la introducción de un mecanismo de negociación extrajudicial de deudas para los empresarios, ya sean personas físicas o jurídicas. Además, ese mismo año, el gobierno aprobó una reforma fundamental a través de la ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptaron medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial. En este momento, el tema fundamental fue la reestructuración viable de la deuda empresarial, y concretamente la mejora del marco legal preconcursal.

De todo lo anterior, podemos concluir que son varias las modificaciones que ha sufrido el sistema concursal español, fruto de la más reciente crisis financiera y de un llamado de auxilio por parte de los consumidores financieros y los empresarios que tras la crisis, y a pesar de su deseo de continuar operando y respondiendo a sus obligaciones, se vieron ampliamente perjudicados por una normativa concursal bastante rígida.

10.3.2 Generalidades

Como mencionamos anteriormente, el concurso de acreedores es un procedimiento legal que busca reconducir la insolvencia de un deudor mediante un convenio con los

¹⁰³⁷ Véase supra nota 986.

acreedores o mediante la liquidación ordenada de sus activos¹⁰³⁸. Con carácter general, el proceso concursal español se desarrolla bajo la supervisión de un juez que dirige todo el proceso, y a cargo de un conjunto de administradores concursales que trabajarán junto con el deudor y los acreedores para establecer un plan que conduzca a la satisfacción plena de las obligaciones pendiente del deudor a costa de su patrimonio.

El deudor, ya sea persona natural o jurídica, entrará en proceso concursal cuando sea incapaz de hacer frente a los pagos más inmediatos, es decir, cuando se encuentre en estado de insolvencia. De esta manera, se constituye como objetivo del derecho concursal español establecer un procedimiento por el cual un deudor insolvente haga entrega de sus activos, en aras de cumplir, conforme a ley, con las obligaciones exigibles en favor de los acreedores constituidos como tal.

Cabe indicar que son tres los actores principales dentro del proceso concursal:

- (i) El deudor, es una persona natural o jurídica (fuera del organigrama administrativo estatal);
- (ii) Los acreedores, aquellos que tienen obligaciones no satisfechas por el deudor; y,
- (iii) El Juez de lo Mercantil, quien abre, conduce y cierra el proceso concursal.

El Juez tiene suficiente poder como para aplicar el proceso concursal de la manera que lo estime oportuna, siempre dentro de los cauces legales.

Por otro lado, es importante mencionar que previamente a la aprobación de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal¹⁰³⁹, la insolvencia era tratada de distinta manera, dependiendo de si el caso era presentado por una persona natural o por una persona jurídica, o si se trataba de un caso de insolvencia transitoria o definitiva. Así, había cuatro tipos de procedimientos concursales distintos:

- El Procedimiento de Quita y Espera, para los casos de insolvencia transitoria de una persona natural;
- El Concurso de Acreedores, para los casos en los que la insolvencia de la persona natural se convertía en definitiva;
- La Suspensión de Pagos, para los casos en los que personas jurídicas

¹⁰³⁸ Rojo, A. y Campuzano, B. (2013). *La Calificación del Concurso y la Responsabilidad por Insolvencia*. V Congreso Español de Derecho de la Insolvencia. IX Congreso del Instituto Iberoamericano de Derecho Concursal. Civitas.

¹⁰³⁹ Esta es la actual ley que regula el sistema concursal en España. Véase el texto completo en <http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-13813>.

pasaban por una insolvencia transitoria; y,

- La Quiebra, cuando la persona jurídica se declaraba en insolvencia definitiva.

Cabe indicar que los estados de insolvencia temporales podían convertirse en definitivos, por lo que los procedimientos podían cambiar. De esta manera, un Procedimiento de Quita y Espera podía convertirse en un Concurso de Acreedores, o un procedimiento de Suspensión de Pagos podía terminar en uno de Quiebra. Sin embargo, la ley concursal actual eliminó estos cuatro procedimientos y los unificó en una sola institución denominada Concurso de Acreedores¹⁰⁴⁰.

Ahora bien, aunque el concepto legal de Quiebra ha desaparecido como tal en la legislación española, en términos popularmente aceptables puede clasificarse a la misma en las siguientes modalidades¹⁰⁴¹:

- Quiebra culpable: Existe cuando el deudor ocasionó la quiebra por su conducta imprudente o disipada.
- Quiebra fortuita: Esta modalidad hace referencia a hechos inesperados o accidentales que hacen de la situación patrimonial del deudor una insolvencia manifiesta, donde el capital no alcanza a cubrir las deudas. El carácter penal, no tendría presencia aquí, y por ende, la responsabilidad no sería evidente.
- Quiebra fraudulenta: Se produce cuando el deudor realiza actos con el fin de defraudar a sus acreedores, por ejemplo, cuando se altera la contabilidad que se ha elaborado, o cuando se oculta información relevante en el proceso de quiebra dentro del balance, entre otros.

10.3.3 Derecho Concursal Español en la Crisis Financiera

La Ley Concursal vigente permite que los deudores negocien con sus acreedores para alcanzar un acuerdo de refinanciación y de esta manera evitar la ejecución de

¹⁰⁴⁰ Véase la Disposición Adicional Primera de la Ley Concursal. Véase también Arellano, J. (2012, 25 de enero). ¿En qué Situación Quedan los Autónomos con la Nueva Ley Concursal? *Legaltoday.com*. Descargado de <http://www.legaltoday.com/practica-juridica/mercantil/concursal/en-que-situacion-quedan-los-autonomos-con-la-nueva-ley-concursal>.

¹⁰⁴¹ Es interesante que esta clasificación se encuentra establecida en el artículo 915 del Código de Comercio Venezolano. Puede accederse a dicho Código en <http://www.armada.mil.ve/portal/cabisoar/formatos/codigocomercio.pdf>

las deudas no pagadas¹⁰⁴². Esta disposición resultó muy útil durante el periodo de crisis hipotecaria vivida en España a partir del año 2008, especialmente para los deudores personas naturales, dado que la deuda de las empresas y familias en España a favor de las instituciones financieras alcanzó los 1,7 billones de euros, lo que representaba el 160% del PIB, los cuales crearon una morosidad de más del 10%¹⁰⁴³. Con ello, se permitió al deudor llegar a un acuerdo con su acreedor para suspender las demandas por falta de pago y la consiguiente ejecución de bienes y acumulación de intereses. Esto no debe confundirse con la condonación de pagos, sino que simplemente es un mecanismo para que el deudor pueda llegar a un acuerdo de pagos con el respectivo acreedor.

La realidad económica española tras la crisis financiera hizo que el concurso de empresas aumentase¹⁰⁴⁴, sin embargo, cabe destacar que el número de concursos en nuestro país fue bastante inferior al de otros países de economía desarrollada. Para que nos hagamos una idea, en el año 2010, por cada 10.000 empresas, en España hubo 15 concursos: en Japón, 88; en Alemania, 89; en Estados Unidos, 98; en Reino Unido, 137; y en Francia, 217. Es por ello, que el ratio de concurso se sitúa en 0,0015, lejos del caso francés que se sitúa en un 0,0217; 14,46 veces mayor que el ratio español¹⁰⁴⁵. Los datos antes indicados se muestran en la Tabla 10, que se detalla a continuación:

¹⁰⁴² Véase supra nota 1038.

¹⁰⁴³ Alonso, A. y Fernández, A. (2012, 22 de noviembre). *La Morosidad en España: No Nos Descuidemos*. El Confidencial. Descargado de http://blogs.elconfidencial.com/economia/el-analisis-de-sintetia/2012-11-22/la-morosidad-en-espana-no-nos-descuidemos_598240/

¹⁰⁴⁴ BBVA (2013, 17 de mayo). *Los concursos de acreedores alcanzan un nuevo récord histórico*. Descargado de <http://www.bbvacontuempresa.es/actualidad/perspectivas-y-entorno/los-concursos-de-acreedores-alcanzan-un-nuevo-record-historico>.

¹⁰⁴⁵ Banco de España (2012). *El Uso de los Concursos de Acreedores en España*. Boletín Económico, Diciembre 2012. Descargado de <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/12/Dic/Fich/be1212-art3.pdf>.

Tabla 10. Tasas Comparadas de Concursos (2006 y 2010)

	2006		2010
	Tasa de concursos (a)	Tasa de concursos condicional (b)	Tasa de concursos (a)
Polonia	1,8	-	1,8
España	2,6	0,4	14,6
República Checa	5,4	1,2	6,6
Singapur	5,9	-	5,6
Brasil	6,0	2,7	5,9
Grecia	6,8	-	10,2
Corea del Sur	7,8	-	4,8
Hong Kong	8,1	-	4,9
Taiwán	10,0	-	4,6
China	11,2	-	7,5
Portugal	15,0	1,5	37,4
Italia	25,5	4,0	25,3
Canadá	29,8	9,2	16,8
Eslovaquia	32,7	4,5	15,0
Estados Unidos	33,5	4,8	97,8
Irlanda	53,4	3,2	86,0
Suecia	67,1	17,9	75,3
Dinamarca	67,6	9,5	207,4
Países Bajos	79,6	12,4	84,1
Japón	86,6	-	87,9
Noruega	95,5	19,6	126,4
Alemania	96,3	12,2	89,1
Finlandia	96,6	11,7	105,9
Bélgica	107,2	30,0	124,1
Reino Unido	114,7	12,2	137,3
Hungría	135,0	16,8	305,3
Suiza	151,6	43,6	172,5
Francia	178,6	28,5	216,6
Luxemburgo	231,6	30,6	307,6
Austria	239,8	28,8	212,0
Rusia	-	-	33,6
Australia	-	-	56,5
Estonia	-	-	165,7
Lituania	-	-	255,5
Letonia	-	-	368,4

FUENTES: García-Posada y Mora-Sanguinetti (2012); García-Posada (2012).

a. Número de concursos de acreedores empresariales partido por el número de empresas existentes, multiplicado por 10.000.
b. Número de concursos de acreedores empresariales partido por el número de empresas que salen del mercado, en porcentaje.

Fuente: García-Padilla (2012)

Por otro lado, podemos decir que en España se hace poco uso del proceso concursal debido a dos hechos fundamentales¹⁰⁴⁶:

1. La existencia de mecanismos alternativos apropiados para la resolución de controversias concursales. Concretamente, nos referimos a las renegociaciones privadas y las ejecuciones hipotecarias. Las renegociaciones básicamente se constituyen como un diálogo entre las dos

¹⁰⁴⁶ *Id.*

partes con el objetivo de, o bien reestructurar la deuda adquirida por el sujeto deudor, o bien proceder con la liquidación. Este elemento tiene un claro componente económico ya que permite un ahorro de los costes procesales y, cuando corresponda, evita una publicidad contraria a los intereses corporativos. Por otro lado, las ejecuciones hipotecarias son una solicitud de los acreedores al juzgado que competa para que este proceda con la venta forzosa de los bienes garantizados en hipoteca. A diferencia del proceso concursal genérico, la duración de las ejecuciones hipotecarias es mucho menor, lo cual reduce, a su vez, los gastos asociados. Además, al usar las ejecuciones hipotecarias, el acreedor tiene una probabilidad mayor de recuperar los créditos impagos; y,

2. La composición del tejido empresarial español. En España, las PYMES suponen un 99,8% del total de agentes económicos en el mercado, tal como se demuestra en la Tabla 11.

Tabla 11. Porcentaje de PYMES en el Mercado Español

Tabla 1. Empresas según estrato de asalariados y porcentaje total, en España y en la UE27, 2010.

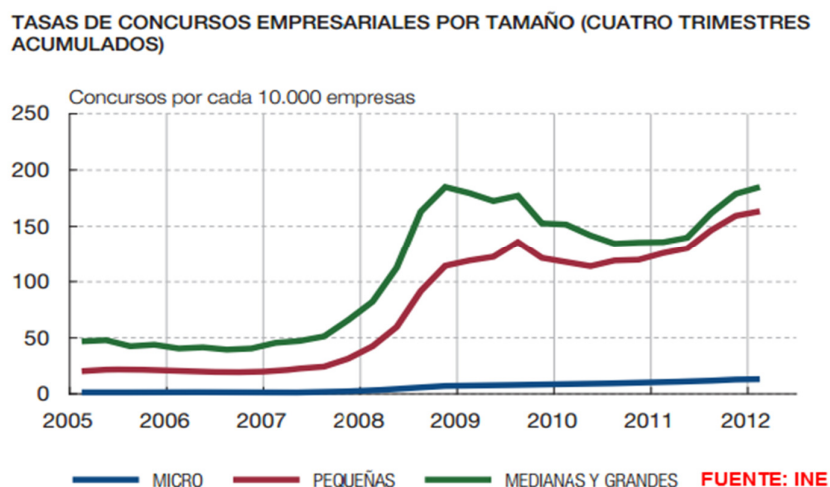
	Micro Sin asalariados	Micro 1-9	Pequeñas 10-49	Medianas 50-249	PYME 0-249	Grandes 250 y más	Total
ESPAÑA	1.793.878	1.297.971	130.448	20.888	3.243.185	3.801	3.246.986
%	55,2	40,0	4,0	0,6	99,9	0,1	100
UE-27 ¹ %	92,1		6,6	1,1	99,8	0,2	100

Fuente: INE, DIRCE 2011 (datos a 1 de enero de 2011), y Comisión Europea, "Annual Report on EU Small and Medium sized Enterprises 2010/2011". Estimaciones para 2010.

Fuente INE, DIRCE 2011

Estas PYMES, concretamente las microempresas, presentan un nivel de tasa concursal bastante inferior al que mantienen las medianas y grandes empresas, de acuerdo a lo indicado en el Gráfico 25.

Gráfico 25. Tasa Concursal de los Diversos Tipos de Empresas en el Mercado Español



Fuente: INE

En este contexto, cabe indicar que, debemos considerar que uno de los principales motivos que llevan a las microempresas a no acudir al concurso de acreedores es que normalmente esta modalidad empresarial no dispone de los medios económicos necesarios como para hacer frente al costoso proceso concursal. Esta situación, sumada a una estructura económica más simplificada que la de grandes compañías, les permite plantear otro tipo de alternativas al proceso concursal, como por ejemplo, las renegociaciones de deuda.

Finalmente, cabe destacar que, al igual que en el derecho estadounidense, el derecho concursal español contempla la posibilidad de que las empresas viables que no puedan atender sus deudas con carácter regular entren en concurso, autorizando a las mismas, sin embargo, a la ejecución de ciertos actos comerciales que faciliten su continuidad. En caso de que esto no sea posible, se procederá con la liquidación ordenada de sus activos para satisfacer a sus acreedores.

10.3.4 Fases del Procedimiento Concursal

Como vimos anteriormente, el objetivo del derecho concursal es establecer un procedimiento por el cual un deudor insolvente haga entrega de sus activos en aras de cumplir, conforme a ley, con las obligaciones exigibles en favor de los acreedores

constituidos como tal. A continuación, presentaremos las fases de este procedimiento.

10.3.4.1 Diligencias Previas

Según lo indicado en el artículo 5 de la Ley Concursal, en los casos donde un deudor no pueda hacer frente a sus obligaciones de forma regular, es este mismo quien está obligado a solicitar el proceso de concurso de acreedores en un plazo de dos meses tras conocer su estado de insolvencia¹⁰⁴⁷. Por su parte, los acreedores podrán solicitar el concurso cuando el deudor no atienda con carácter regular al pago de las deudas sustentado en medios de prueba válidos y sólidos, según lo dispuesto en la Ley Concursal. Posteriormente, tras la presentación de la solicitud del concurso, será el Juez de lo Mercantil el que analice dicha solicitud junto con los medios documentales aportados y celebre una vista con las personas interesadas. Luego de ello, decidirá si finalmente el concurso será declarado en firme o no.

10.3.4.2 Fase Común de Actuaciones

Si la empresa entra en concurso, es de obligatoriedad proceder con el principio de publicidad mediante distintos medios, desde electrónicos, comunicaciones personales a los acreedores, a través del Registro Mercantil o en el Boletín Oficial del Estado (BOE). Acto seguido, la Administración Concursal será nombrada, y de ello se desprenden las siguientes consecuencias:

- La capacidad de actuar del deudor puede verse afectada de una manera u otra en función de lo que el Juez establezca. El deudor podría continuar con su actividad con autorización de la Administración Concursal, o podría ser apartado de toda actividad administradora dentro de la empresa. Por otro lado, también pueden verse intervenidas sus comunicaciones o incluso verse limitada su capacidad de movilidad nacional o extranjera¹⁰⁴⁸.

¹⁰⁴⁷ El texto del artículo 5 señala: “*El deudor deberá solicitar la declaración de concurso dentro de los dos meses siguientes a la fecha en que hubiera conocido o debido conocer su estado de insolvencia*”.

¹⁰⁴⁸ Estas limitaciones se encuentran establecidas en la Ley Orgánica 8/2003, de 9 de julio, para la Reforma Concursal, por la que se modifica la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial. El texto de esta Ley Orgánica puede encontrarse en <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2003-13812>.

- Los acreedores verán incluido el conjunto de sus créditos dentro de la masa pasiva, siempre con una diferenciación única, salvo que, por preferencia o subordinación de los mismos, la situación sea distinta.
- La gestión de la empresa continuará de forma ordinaria, salvo que se condicione el mismo por motivos económicos o bien se determine el cese del funcionamiento de parte de la empresa.
- La Administración Concursal será la encargada de determinar el patrimonio del deudor que ha de satisfacer todo el listado de obligaciones incumplidas. Así también se enumerarán a los acreedores y se realizará un informe detallado sobre la situación empresarial.

10.3.4.3 Convenio o Liquidación

En esta fase se opta, o bien por un acuerdo entre el deudor con los acreedores para el cumplimiento de las obligaciones, lo que se conoce como convenio, o bien por la liquidación ordenada de la empresa para la satisfacción del interés de los acreedores.

El convenio, por regla general, es la solución más deseada, es decir, que en la medida de lo posible lo ideal es el funcionamiento y la continuidad de la capacidad productiva de la empresa en el tiempo, estableciéndose una serie de medidas, eso sí, que permitan que dicha empresa afronte las deudas que tiene que satisfacer. A menudo, se acuerda un plazo mayor de pago, o la renuncia a parte de la deuda. Estas medidas tendrán que recogerse en un plan de pago que irá acompañado del plan de viabilidad de la empresa, si es que esta es considerada viable económicamente¹⁰⁴⁹.

En lo relativo al convenio, este tiene que contar con el beneplácito de los acreedores, en un mínimo de los créditos de los que se compone la deuda. Este convenio debe ser respaldado por el informe de la Administración Concursal y refrendado por el Juez, resultando finalmente aprobado o no. En caso de que dicho informe quede aprobado, la ejecución del mismo entra en acción¹⁰⁵⁰.

Por otro lado, cabe la posibilidad de que se proceda a la liquidación de la

¹⁰⁴⁹ Véase el Título V de la Ley Concursal en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/I22-2003.t5.html#a99. Este Título establece el procedimiento para la aprobación del Convenio. Uno de los requisitos es acompañar la propuesta con un plan de pagos.

¹⁰⁵⁰ El artículo 133.1 de la Ley Concursal señala que el convenio adquirirá eficacia desde la fecha de la sentencia que lo apruebe, salvo que el juez, por razón del contenido del convenio, acuerde, de oficio o a instancia de parte, retrasar esa eficacia a la fecha en que la aprobación alcance firmeza.

empresa. Si bien el convenio es considerado como la mejor alternativa, la liquidación resulta necesaria en los casos en los que la empresa no sea viable económicamente. En este sentido, el deudor puede solicitar la liquidación en cualquier momento, pero estará obligado a solicitar la liquidación cuando sea imposible cumplir con los pagos ordinarios así como con las demás obligaciones. De su solicitud nacerá el auto del Juez que abrirá la fase de liquidación¹⁰⁵¹.

Conforme a lo establecido en el artículo 143.1 de la Ley Concursal, se puede proceder con una apertura de oficio de la liquidación por los siguientes motivos¹⁰⁵²:

- *“No haberse presentado dentro de plazo legal ninguna de las propuestas de convenio a que se refiere el artículo 113 o no haber sido admitidas a trámite las que hubieren sido presentadas.*
- *No haberse aceptado en junta de acreedores, o en la tramitación escrita del convenio, ninguna propuesta de convenio.*
- *Haberse rechazado por resolución judicial firme el convenio aceptado en junta de acreedores sin que proceda acordar nueva convocatoria o el tramitado por escrito sin que proceda nueva convocatoria de junta ni nueva tramitación escrita.*
- *Haberse declarado por resolución judicial firme la nulidad del convenio aprobado por el juez.*
- *Haberse declarado por resolución judicial firme el incumplimiento del convenio.”*

Una vez que el Juez haya aprobado la liquidación, se procede con la elaboración del plan de liquidación mediante el cual la Administración Concursal pretenderá realizar los bienes y derechos de la masa activa para satisfacer las deudas y obligaciones que se hubieran contraído. Con la entrada en fase liquidación, el deudor queda suspendido en sus facultades de administración y disposición sobre el patrimonio¹⁰⁵³.

¹⁰⁵¹ Cabe destacar que con la última reforma realizada sobre la Administración Concursal, la liquidación anticipada ya no tiene cabida en estos casos. El artículo 142 bis (que regulaba la liquidación anticipada) fue derogado por la disposición derogatoria única de la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

¹⁰⁵² Véase el texto completo del artículo 143.1 de la Ley Concursal en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/122-2003.t5.html

¹⁰⁵³ Conforme a lo establecido en el artículo 145.1 de la Ley Concursal.

10.3.5 Novedades y Reformas de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal

La Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (en adelante la “Ley Concursal”) supuso la unificación de normas de derecho patrimonial español que, con anterioridad, se encontraban dispersas a través de un conjunto de normas jurídicas y códigos de carácter privado, civil patrimonial, comercial y procesal, las cuales eran difíciles de comprender y asimilar. Dicha regulación, al estar dispersa, suponía cierta dificultad de comprensión y aplicación, y es por esto mismo que la nueva Ley Concursal vino a recoger en un único texto la correcta composición de instituciones y procedimientos relativos a la insolvencia del deudor y el concurso¹⁰⁵⁴.

Desde la entrada en vigor de la Ley Concursal, se han sucedido varias reformas, las cuales se llevaron a cabo en los años 2009, 2011, 2013, 2014 y 2015. En las primeras reformas se establecieron las condiciones del convenio anticipado, se abordó la protección de los acuerdos de refinanciación, así como la utilización de procedimientos abreviados para empresas de mayor tamaño y se estableció el límite máximo de la cuantía percibida por los administradores concursales¹⁰⁵⁵. Ya en 2011, se buscó dar una connotación profesional a la Administración Concursal, la cual podría ahora ser una persona jurídica; además, se amplió el catálogo de circunstancias bajo las cuales puede ordenarse el concurso abreviado y se impulsaron los acuerdos de refinanciación como alternativa al propio concurso¹⁰⁵⁶. En el año 2013, se aprobó la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, la cual modificó asimismo la Ley Concursal, introduciendo el Título X sobre el acuerdo judicial de pagos e impulsando la solución alternativa en materia de controversias concursales. En 2014, la Ley Concursal sufrió de nuevo una modificación a través de la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la

¹⁰⁵⁴ Desde el siglo XIX, la dispersión de la legislación de derecho civil y comercial separada de la regulación procesal era una realidad a tratar. Esto sumado a los numerosos procedimientos concursales como quiebra, concurso de acreedores, suspensión de pagos o procedimiento de quita y espera hacían algo caótica la regulación en este tema.

¹⁰⁵⁵ El Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal, efectuó una significativa reforma de la Ley Concursal, tratando de dar respuesta a los problemas más urgentes que la misma tenía planteados. La Ley 13/2009, de 3 de noviembre, de reforma de la legislación procesal para la implantación de la nueva oficina judicial, también modificó 49 preceptos de la Ley Concursal.

¹⁰⁵⁶ Esta reforma se llevó a cabo mediante la aprobación de la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

que se adoptaron medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial. Entre otros aspectos, esta ley permite la utilización de comunicaciones para la iniciación de negociaciones de manera que se puedan alcanzar determinados acuerdos para suspender, durante el plazo previsto, las ejecuciones judiciales de bienes que resulten necesarias para la continuidad de la actividad profesional o empresarial del deudor¹⁰⁵⁷. De la misma forma, esta ley regula las denominadas acciones de reintegración, que permitan la ampliación significativa del crédito o la modificación o extinción de obligaciones. Finalmente, en el 2015 se procedió a modificar la Ley Concursal¹⁰⁵⁸ en relación con el convenio concursal, la fase de liquidación, la calificación del concurso, el acuerdo extrajudicial de pagos y los acuerdos de refinanciación, así como otros preceptos de la misma Ley relacionados con dichos aspectos. Esta modificación buscaba la purga de las garantías posteriores, el mantenimiento de las preferentes y la atribución del eventual sobrante en caso de ejecución por parte de alguno de los titulares de garantías reales.

10.3.5.1 Algunos Apuntes de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de Apoyo a los Emprendedores y su Internacionalización

El 27 de septiembre de 2013 se aprobó la Ley 14/2013 que modifica sustancialmente la Ley Concursal en numerosos aspectos. Con esta modificación, el legislador trató de promover la actividad económica. De esta manera, estableció varios incentivos en las distintas etapas del proceso, con el fin de evitar la liquidación de las empresas que entrasen en concurso¹⁰⁵⁹.

Lo más destacable de esta Ley es la incorporación del Título X a la Ley Concursal, relativo al proceso para la obtención del Acuerdo Judicial de Pagos, el cual presupone la existencia de un deudor insolvente¹⁰⁶⁰ cuyo pasivo no supere los 5

¹⁰⁵⁷ Modificando el artículo 5 bis de la Ley Concursal.

¹⁰⁵⁸ Mediante la aprobación de la Ley 9/2015, de 15 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal.

¹⁰⁵⁹ Prats Albentosa, L. (2013, 13 de noviembre). El Acuerdo Extrajudicial de Pagos y la Mediación Concursal en la Ley de Emprendedores. *Abogacía Española*. Descargado de <http://www.abogacia.es/2013/11/13/el-acuerdo-extrajudicial-de-pagos-y-la-mediacion-concursal-en-la-ley-de-emprendedores/>.

¹⁰⁶⁰ Un deudor insolvente también puede ser una persona jurídica, sea o no sociedad de capital (se incluye a las sociedades civiles, asociaciones y fundaciones), que estén en estado de insolvencia y que, en el caso de que sean declaradas en concurso, dispongan de activos líquidos suficientes para

millones de euros que inicia un procedimiento de negociación con sus acreedores a fin de acordar un plan de pagos y así evitar el—muchas veces—tedioso procedimiento concursal. Para los efectos, el deudor deberá solicitar el nombramiento de un mediador concursal, el cual se nombra según la secuencia que existe en el BOE. El mediador nombrado, posteriormente, tiene que aceptar su nombramiento¹⁰⁶¹. El Título X señala que la potestad para solicitar la declaración de concurso pasa a estar en manos del deudor, de cualquiera de sus acreedores, y del mediador concursal. Asimismo, indica que el deudor puede dar a conocer al juzgado la existencia de negociaciones para llegar a un acuerdo de refinanciación con sus acreedores. Y, en caso que se solicite un acuerdo extrajudicial de pagos, el registrador o notario al que se hubiera solicitado la designación del mediador concursal deberá comunicar, de oficio, la apertura de las negociaciones al juzgado¹⁰⁶².

Cabe mencionar que la Ley también señala que no pueden solicitar un acuerdo judicial de pagos aquellos que hayan sido condenados en sentencia firme por delito contra el patrimonio, contra el orden socioeconómico, de falsedad documental, contra la Hacienda Pública, la Seguridad Social o contra los derechos de los trabajadores, entre otros¹⁰⁶³.

Una vez que se solicita la apertura de un expediente, el deudor podrá continuar con su actividad, eso sí, absteniéndose de conceder créditos y pagos electrónicos, así como devolviendo las tarjetas de crédito de las que sea titular. Así también, la Ley 14/2013 señala que desde la publicación de la apertura del expediente:

- (i) Los acreedores que pudieran verse afectados por el posible acuerdo extrajudicial de pagos no podrán iniciar ni continuar ejecución alguna sobre el patrimonio del deudor mientras se negocia el acuerdo extrajudicial, hasta un plazo máximo de tres meses, salvo excepciones;
- (ii) Los acreedores que pudieran verse afectados por el posible acuerdo extrajudicial de pagos deberán abstenerse de realizar acto alguno dirigido a mejorar la situación en que se encuentren respecto del deudor común;

satisfacer los gastos propios del acuerdo, y que su patrimonio y sus ingresos previsibles permitan lograr un acuerdo de pago de manera muy probable.

¹⁰⁶¹ Véase el texto completo de la Ley 14/2013 en https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2013-10074

¹⁰⁶² Ello se realizará una vez que el mediador concursal propuesto acepte el cargo.

¹⁰⁶³ *Id.*

- (iii) Los acreedores que lo estimen oportuno podrán facilitar al mediador concursal una dirección electrónica para que éste les practique cuantas comunicaciones sean necesarias o convenientes, produciendo plenos efectos las que se remitan a la dirección facilitada;
- (iv) El acreedor que cuente con garantía personal para la satisfacción de su crédito podrá ejercitarla siempre que el crédito contra el deudor hubiera vencido. En la ejecución de la garantía, los garantes no podrán invocar la solicitud del deudor en perjuicio del ejecutante; y,
- (v) El deudor que se encontrase negociando un acuerdo extrajudicial no podrá ser declarado en concurso, en tanto no concurran las circunstancias previstas en el artículo 5 bis.

Finalmente, una vez logrado el acuerdo judicial de pagos, este obviamente debe ser cumplido. Para los efectos, el artículo 241 de la Ley Concursal, incluido por la Ley 14/2013, obliga al mediador concursal a supervisar el cumplimiento del respectivo acuerdo. Adicionalmente, señala que en caso de cumplimiento total del acuerdo, el mediador concursal debe hacer notar el hecho en acta notarial que será publicada en el BOE y en Registro Público Concursal. Mientras que, en caso que el acuerdo fuera incumplido, el mediador concursal tiene la obligación de solicitar el concurso de acreedores, considerándose que el deudor que incumple se encuentra en estado de insolvencia¹⁰⁶⁴.

10.3.5.2 La Administración Concursal

De la misma manera, la Ley Concursal vino a unificar los órganos colaboradores del juez en un único aparato como es la Administración Concursal, es decir, que figuras como la del comisario, el depositario o la sindicatura, ahora quedan bajo la propia Administración Concursal. Entre sus funciones principales destaca la de ejercer acciones contra las personas responsables de realizar actos que afecten o puedan afectar la masa concursal, la de sustituir al deudor en los procedimientos judiciales en trámite, la de realizar actos de disposición que considere necesarios para garantizar la viabilidad de la empresa o las necesidades de tesorería (hasta la aprobación judicial del convenio o la apertura de la liquidación), la de modificar el

¹⁰⁶⁴ *Id.*

orden de pago de los créditos contra la masa cuando lo considere conveniente, etc.¹⁰⁶⁵. La Administración Concursal dentro de su actividad debe tener como referencia principal la posición acreedora. Sobre este punto, cabe señalar que los administradores concursales son considerados como gestores de la masa de bienes, y llevan a cabo diligentemente todas las actividades necesarias y convenientes para la conservación de los bienes concursados, en beneficio de los acreedores.

Por otra parte, de acuerdo al artículo 27.1 de la Ley, la Administración Concursal queda configurada como un órgano personal compuesto por un único miembro que deberá cumplir alguno de los requisitos previstos en dicho artículo¹⁰⁶⁶. En concreto, la Administración Concursal podrá estar integrada por un abogado en ejercicio o por un economista, titulado mercantil o auditor de cuentas, siempre que cuenten con cinco años de experiencia profesional efectiva en el ejercicio de sus profesiones y con formación especializada en Derecho Concursal. También, podrá designarse a una persona jurídica que integre por lo menos a uno de los profesionales antes indicados, y garantice la independencia y dedicación en el desarrollo de sus funciones.

Cabe indicar que el artículo 27 de la Ley Concursal fue modificado por el artículo 2 de la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, antes mencionada. Sin embargo, según la citada norma, esta modificación entrará en vigor cuando se apruebe su desarrollo reglamentario, lo cual aún se encuentra pendiente. Sobre el particular, la modificación elimina los parámetros antes indicados y establece que la administración concursal puede ser constituida por cualquier persona natural o jurídica que figuren inscritas en la sección cuarta del Registro Concursal y que hayan declarado su disposición a ejercer las labores de administrador concursal en el ámbito de competencia territorial del juzgado del concurso. Es decir, los requisitos que fueron expresamente indicados en la norma se eliminan y quedan pendiente a un futuro desarrollo reglamentario¹⁰⁶⁷.

¹⁰⁶⁵ La lista completa de funciones de la administración concursal se encuentra establecida en el artículo 33 de la Ley Concursal.

¹⁰⁶⁶ Véase el texto completo del artículo 27.1 de la Ley Concursal en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/l22-2003.t2.html

¹⁰⁶⁷ Sería interesante saber si es que la nueva reglamentación pondrá énfasis o no en la existencia obligatoria de un abogado y un auditor de cuentas a fin de reforzar la protección de la posición acreedora en los procedimientos concursales, teniendo en cuenta que este es un proceso legal de carácter puramente económico empresarial.

10.3.6 Efectos de la Declaración de Concurso

La Ley Concursal establece por lo menos cuatro tipos de efectos derivados de la declaración de concurso: sobre el deudor, sobre los acreedores, sobre los contratos y sobre los actos perjudiciales de la masa activa¹⁰⁶⁸. Los efectos indicados en la Ley Concursal tienen el objetivo de prevenir que la solución de la insolvencia se retrase en el tiempo, a fin de no perjudicar al deudor concursado, ni a sus acreedores—evitando la disminución del valor de sus bienes de cuya realización depende su cobro, aumentando posibilidades de garantizar su viabilidad y disminuyendo los costes.

A continuación, veremos las características más importantes en cada uno de estos efectos¹⁰⁶⁹:

- En cuanto a los efectos sobre el deudor, en principio, el deudor continuará con el ejercicio de su actividad personal o profesional una vez declarado el concurso. Sin embargo, en caso de intervención, será la administración concursal, a fin de permitir la continuación con el ejercicio de su actividad personal o profesional, quien decida qué actos u operaciones el deudor se encuentra facultado a realizar.

De la misma manera, el deudor conservará las facultades de administración y disposición sobre su patrimonio en caso de concurso voluntario, pero sujeto a la autorización o conformidad por parte de los administradores concursales. Mientras que, en caso de concurso involuntario, el deudor queda suspendido del ejercicio de sus facultades de administración y disposición sobre su patrimonio, quedando enteramente sustituido por los administradores judiciales, quienes ejercerán este mandato de modo más conveniente para los intereses del concurso. Cabe mencionar que, salvo las excepciones detalladas en la ley, no se podrán enajenar o gravar los bienes y derechos que integran la masa activa sin autorización del juez, sino hasta la aprobación judicial del convenio o la apertura de la liquidación. Asimismo, el deudor queda obligado a cooperar con el desarrollo del proceso concursal, a través, por ejemplo, de la comparecencia ante el Juzgado de lo Mercantil y ante la administración concursal cuantas veces

¹⁰⁶⁸ Estos efectos se encuentran regulados en los artículos 40 a 72 de la Ley Concursal.

¹⁰⁶⁹ *Id.*

le sea requerido.

Por último, en caso que el deudor sea persona jurídica, la Ley Concursal señala que, durante la tramitación del concurso se mantendrán los órganos de la persona jurídica, sin perjuicio de los efectos que sobre su funcionamiento produzca la intervención o la suspensión de sus facultades de administración y disposición. Y adicionalmente, la administración concursal tendrá derecho de asistencia y de voz en las sesiones de los órganos colegiados de la persona jurídica concursada. A estos efectos, deberá ser convocada en la misma forma y con la misma antelación que los integrantes del órgano que ha de reunirse.

- En cuanto a los efectos sobre los acreedores, la Ley establece en su artículo 49.1 la universalidad del proceso al indicar: *“Declarado el concurso, todos los acreedores del deudor, ordinarios o no, cualquiera que sea su nacionalidad y domicilio, quedarán de derecho integrados en la masa pasiva del concurso, sin más excepciones que las establecidas en las leyes¹⁰⁷⁰”*.

De esta misma forma, la Ley establece diversos efectos sobre los créditos, siendo uno de los más resaltantes el que prohíbe la ejecución o realización forzosa de la garantía hasta que se apruebe un convenio cuyo contenido no afecte al ejercicio de este derecho, o trascurra un año desde la declaración del concurso sin que se hubiera producido la apertura de la liquidación. En la misma línea, se prohíbe la compensación de los créditos y deudas del concursado una vez declarado el concurso, salvo en aquellos casos cuyos requisitos hubieran existido con anterioridad a la declaración, aunque la resolución judicial o acto administrativo que la declare se haya dictado con posterioridad a ella. También, desde la declaración de concurso, se suspende el derecho de retención sobre bienes y derechos integrados en la masa activa, así como la aplicación de intereses, legales o convencionales, salvo los correspondientes a los créditos con garantía real, que serán exigibles hasta donde alcance la respectiva garantía. Finalmente, la Ley señala que, desde la declaración hasta la conclusión del

¹⁰⁷⁰ Véase el texto completo del artículo 49.1 de la Ley Concursal en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/l22-2003.t3.html#a49.

concurso, la prescripción de las acciones contra el deudor por los créditos anteriores a la declaración quedará interrumpida.

- En cuanto a los efectos sobre los contratos, la Ley establece expresamente que la declaración de concurso no afecta la vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento tanto a cargo del concursado como de la otra parte, ni tampoco la eventual declaración judicial de resolución del contrato en caso de incumplimiento de cualquiera de las partes contratantes. Igualmente, en los contratos celebrados por el deudor, cuando al momento de la declaración del concurso una de las partes hubiera cumplido íntegramente sus obligaciones y la otra tuviese pendiente el cumplimiento total o parcial de las recíprocas a su cargo, el crédito o la deuda que corresponda al deudor se incluirá, según proceda, en la masa activa o en la pasiva del concurso.

En relación con los contratos de trabajo, la Ley señala que, una vez declarado el concurso, las modificaciones de carácter colectivo, por ejemplo, los ceses colectivos o suspensión de contratos y disminución de jornada, se tramitarán ante el juez del concurso. Por el contrario, los contratos del personal de alta dirección pueden ser extinguidos o suspendidos por la administración concursal, por iniciativa propia o a instancia del deudor.

- En cuanto a los efectos sobre los actos perjudiciales en contra de la masa activa, la Ley regula las acciones de reintegración, según las cuales declarado el concurso, serán rescindibles los actos perjudiciales en contra de la masa activa realizados por el deudor dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración, aunque no hubiere existido intención fraudulenta. La norma establece además la presunción absoluta, es decir, sin admisión de prueba en contrario, que existe perjuicio patrimonial cuando se trate de actos de disposición a título gratuito, salvo las liberalidades de uso, y de pagos u otros actos de extinción de obligaciones cuyo vencimiento fuere posterior a la declaración del concurso, excepto si contasen con garantía real (en donde aplica una presunción *iuris tantum*, es decir, que admite prueba en contrario).

Por otro lado, se señala que los acuerdos de refinanciación alcanzados por el deudor, así como los negocios, actos y pagos, cualquiera que sea la

naturaleza y la forma en que se hubieren realizado, y las garantías constituidas en ejecución de los mismos no serán rescindibles siempre que se encuentren bajo los supuestos que la misma norma establece.

10.3.7 Insolvencia Transfronteriza vs. Procedimientos Extranjeros de Insolvencia

Lo que en Estados Unidos queda recogido en el Capítulo 15 relativo a los Procedimientos de Insolvencia Transfronterizos (*Cross-border Insolvency Proceedings*), en la legislación española aparece recogido en el Capítulo III del Título IX de la Ley Concursal bajo el rubro “Del Reconocimiento de Procedimientos Extranjeros de Insolvencia”. Esta ley, en su Décimo Primera Exposición de Motivos indica que las normas sobre derecho internacional privado contenidas en la Ley siguen efectivamente el modelo del Reglamento (CE) N° 1346/2000, de 29 de mayo, sobre procedimientos de insolvencia¹⁰⁷¹, inspirándose también—al igual que Estados Unidos—en la Ley Modelo de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI-UNCITRAL) sobre Insolvencia Transfronteriza, aprobada por la Asamblea General de la Organización de las Naciones Unidas mediante la Resolución 52/158, de 15 de diciembre de 1997¹⁰⁷². Además, la ley española busca la seguridad jurídica y la eficiencia económica en el tratamiento de insolvencia transfronteriza, permitiendo que España reconozca los procedimientos iniciados en el extranjero, así como a sus administradores y representantes, a fin de establecer una mejor coordinación entre ellos.

Sobre el particular, la Ley Concursal es muy clara al establecer una serie de premisas para que los procedimientos de insolvencia puedan tener cabida mediante resoluciones extranjeras de acuerdo a un procedimiento de exequátur contenido en la Ley de Enjuiciamiento Civil 1/2000, de 7 de enero. Así, para aceptar dicho exequátur se debe cumplir con los requisitos que se encuentran recogidos en el artículo 220.1 de la Ley Concursal, y que se detallan a continuación¹⁰⁷³:

¹⁰⁷¹ Véase el texto completo de dicho Reglamento en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2000:160:0001:0018:es:PDF>.

¹⁰⁷² Véase supra nota 1032.

¹⁰⁷³ Véase el texto completo del artículo 220 de la Ley Concursal en http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/l22-2003.t9.html#a220

- Que sea un procedimiento colectivo que nazca de la insolvencia del deudor, donde sus bienes y actividades queden bajo supervisión de un tribunal o autoridad extranjera para su reorganización o liquidación;
- Que exista una resolución definitiva según la ley del Estado que dio lugar al proceso;
- Que la competencia del tribunal se encuentre conforme a la ley, o exista una conexión de naturaleza equivalente;
- Que la resolución no sea contraria al orden público español; y
- Que la resolución no tenga lugar en rebeldía del deudor.

En cuanto a la competencia para declarar y tramitar el concurso, el artículo 10 de la Ley Concursal, nombra competente al juez de lo mercantil del territorio donde el deudor tenga su centro de intereses principales¹⁰⁷⁴. Ahora bien, si el deudor tuviese además su domicilio en España, el cual no coincidiese con el centro de sus intereses principales, sería también competente, a elección del acreedor solicitante, el juez de lo mercantil en cuyo territorio radicase el deudor. En consecuencia, se entenderá que existe un concurso principal que se corresponde con el territorio donde el deudor posee el centro de sus intereses principales o su residencia. Bajo la norma analizada, los jueces españoles serían competentes para actuar en estos procedimientos, cuando el centro de intereses principales del deudor esté en España. Además, cuando hablamos de concursos principales, debemos entender que estos tienen alcance universal, es decir, sus efectos se extienden a todos los bienes del deudor.

Por otro lado, en los casos en los que el centro de intereses principal se encuentre fuera de España, y además el deudor tuviese un establecimiento¹⁰⁷⁵ en territorio español, resultaría competente el juez de lo mercantil en cuyo territorio radique dicho centro y, de existir varios, donde se encontrase cualquiera de ellos, a elección del solicitante. Como consecuencia de lo anterior, se entenderá que existe un concurso territorial, el cual se limitará a los bienes del deudor, afectos o no a su actividad, que estén situados en España.

De la misma forma, una vez que el proceso extranjero tenga lugar, este será

¹⁰⁷⁴ La misma norma indica que el centro de intereses principales es entendido como el lugar donde el deudor ejerce de modo habitual y reconocible por terceros la administración de tales intereses. En el caso de personas jurídicas, se entiende como el lugar de su domicilio social. Todo cambio efectuado en los seis meses anteriores a la solicitud son ineficaces.

¹⁰⁷⁵ Por establecimiento se entenderá todo lugar de operaciones en el que el deudor ejerza de forma no transitoria una actividad económica con medios humanos y bienes.

reconocido teniendo en cuenta las categorías señaladas en el artículo 10 de la Ley Concursal previamente mencionado, o bien como procedimiento extranjero principal, si se tramita en el estado donde el deudor tenga el centro de sus intereses, o como procedimiento extranjero territorial si se tramita en un estado donde el deudor tuviese un establecimiento o en cuyo territorio exista una conexión razonable de naturaleza equivalente, como la presencia de bienes afectos a una actividad económica. Cabe indicar que estos procesos no son excluyentes, sino que el reconocimiento de un procedimiento extranjero principal no será óbice para el inicio de un concurso territorial.

Los efectos del reconocimiento son regulados en el artículo 223 de la Ley Concursal, por el cual se señala que las resoluciones extranjeras reconocidas en España surten los efectos atribuidos por la ley del Estado de apertura del procedimiento¹⁰⁷⁶. Por el contrario, cuando se trata de procedimientos territoriales, se deben distinguir los que surgen en el extranjero de los que surgen en España. Concretamente, los efectos de un procedimiento territorial extranjero se limitarán a los bienes y derechos que en el momento de su declaración estén situados en el Estado de apertura; mientras que en el caso de declaración de un concurso territorial en España, los efectos del procedimiento extranjero se regirán por lo dispuesto en el Capítulo IV del Título IX de la Ley Concursal relativo a la cooperación que debe existir entre el juez español y el juez extranjero.

A modo de conclusión, podemos comprobar que ambas normativas se han visto sustancialmente modificadas en virtud de las más recientes crisis financieras. En el caso español, la reforma del sistema concursal vino de la mano de las exigencias europeas a las que España tuvo obligatoriamente que adaptarse. Por su parte, Estados Unidos no reformó el Código de Bancarrota, sino que aprobó políticas y leyes específicas sobre la materia, como por ejemplo, la ley BAPCPA, la cual hizo más difícil para los deudores declararse en bancarrota en general y beneficiarse del Capítulo 7. De cualquier manera, ambos países necesitan mejorar y adaptar sus normativas a los principios y modelos internacionales que defienden la protección del consumidor y la prevención de fraudes.

¹⁰⁷⁶ Salvo para los supuestos de los artículos 201 a 209 de la Ley Concursal.

11. Conclusiones

1. El objetivo de esta tesis ha sido el de llevar a cabo un estudio y un análisis de la reforma del derecho de los mercados financieros en Estados Unidos y España, a fin de resaltar la falta de control y supervisión de los operadores financieros que existía previamente a las respectivas crisis financieras, así como la importancia y la necesidad de incluir un renovado sistema de protección del consumidor financiero.
2. Para los efectos, esta tesis se centró en el estudio de las causas que generaron las crisis financieras tanto en Estados Unidos como en España, así como las consecuencias de las mismas, además de las reformas legislativas que les siguieron. Es importante señalar que las reformas se establecieron de manera reactiva, como consecuencia de las crisis de los sectores bancarios y del mercado de valores que ambos países vivieron. Esto ayudó a que los legisladores se centrasen en determinados aspectos financieros que resultaron especialmente problemáticos durante las décadas previas al estallido de las crisis.
3. En Estados Unidos, la reforma se centró principalmente en un mayor control y supervisión por parte de las instituciones y agencias gubernamentales creadas tras la crisis financiera de 1929. Por su parte, en España, el objetivo de las reformas financieras fue la adaptación de los nuevos estándares de control y supervisión provenientes de la Unión Europea. Además, ambos países se esforzaron por implementar los principios y enfoques efectivos provenientes de instituciones financieras internacionales para el cumplimiento de las nuevas políticas creadas en materia de control y supervisión de los mercados y sus operadores.
4. Podemos concluir que de todo ello surgió algo positivo: la recapitación por parte los gobiernos nacionales y de los organismos internacionales de la necesidad de llevar a cabo una reforma estructural y de fondo que llevase a cabo una mejora del sistema de protección del consumidor financiero, y un aumento de las responsabilidades de las entidades financieras para con los consumidores.

5. Para los efectos, se revisaron y analizaron las nuevas políticas aprobadas y la normativa desarrollada por organismos internacionales como el Banco Mundial, el FMI, el Grupo de Trabajo CEO de Microfinanzas, y la Unión Europea, quienes redactaron novedosas propuestas de regulación financiera y leyes modelos basadas en principios de protección del consumidor financiero. Uno de los aspectos más destacables de dichas propuestas es el hecho de que fueron ampliamente aceptadas y adaptadas por la mayoría de jurisdicciones nacionales, tanto en países desarrollados como en países en vías de desarrollo, todo con el fin de mejorar el sistema financiero global.
6. En Europa, durante varias décadas, uno de los mayores retos en la redacción y la aprobación de las leyes financieras en el marco de la Unión Europea, fue la ausencia de acuerdos entre los diferentes Estados Miembros y la negativa de estos a renunciar a sus competencias únicas, especialmente en materia financiera. Esto, desgraciadamente, llevó a la Unión Europea al estancamiento normativo, lo que provocó la falta de iniciativa por parte de la Comisión para tomar el mando y responder de manera efectiva a los principales problemas que se estaban produciendo en los mercados financieros europeos. Todo ello acabó afectando al mercado europeo y a los Estados Miembros individualmente. Como respuesta, el sistema *Lamfalussy* intentó superar estos obstáculos y se procedió a la aprobación de las Directivas MiFID I y MiFID II cuya última aspiración es una máxima armonización de los sistemas financieros en la Unión Europea.
7. Mientras tanto, en Estados Unidos, uno de los mayores problemas de la normativa financiera fue su incumplimiento generalizado por parte de los principales operadores y entidades financieras. En este país, el control y la capacidad de influir de los principales operadores de la industria financiera es tal que son estos, y no los legisladores, los que parecen llevar las riendas en cuanto a la regulación y el funcionamiento de los mercados financieros se refiere. Esto dio lugar a que empresas de reconocido prestigio violasen las leyes y reglamentos tanto federales como estatales, sin que ninguna de las principales entidades gubernamentales encargadas del control y la supervisión se percatasen a tiempo de lo que estaba sucediendo, y en su caso reaccionasen para sancionar a estas empresas. Las consecuencias de los derrumbes de las entidades financieras en este país resultaron catastróficas.

La solución aportada fue la del endurecimiento de las penas para aquellas entidades que no cumplieren con las nuevas leyes financieras a rajatabla.

8. Por otra parte, no parece que ni España ni Estados Unidos tengan como objetivo a corto plazo la modificación de la responsabilidad en los casos de negligencia de los órganos gubernamentales encargados del cumplimiento y la supervisión de las entidades financieras. Esto tiene consecuencias bastante negativas para la protección del consumidor financiero que se ve despojado de cualquier defensa legal ante el incumplimiento y descontrol de los conglomerados financieros y los operadores de los mercados de valores. Lo anterior se debe a la existencia de teorías como el principio de inmunidad soberana, y la ausencia de responsabilidad por negligencia en los casos que no exista un nexo contractual, entre otras. Esto es especialmente cierto en los casos de fraude financiero llevados a cabo por grandes entidades de crédito e inversión. Es necesario por ello una reforma integral de la responsabilidad de los órganos gubernamentales encargados del control y la supervisión de los operadores financieros, para que cumplan con sus funciones de detección del fraude y lleven a cabo investigaciones competentes y efectivas sobre posibles estafas y malas prácticas en los mercados de crédito y de valores.
9. Por ello, es necesario el incremento de la protección del consumidor financiero a través del endurecimiento de las sanciones de aquellos operadores que, a sabiendas, violen las leyes existentes. Para los efectos, es necesario dar cumplimiento a la normativa financiera existente, llevando a cabo un mayor control y supervisión de las entidades financieras que operen en el sector bancario y en el de valores. En este mismo sentido, y a fin de proteger a los consumidores menos sofisticados, los organismos de supervisión deberían aumentar el control en la comercialización de nuevos productos financieros así como hacer un seguimiento exhaustivo de los operadores que oferten dichos productos.
10. Además, es importante destacar que pese a las diferencias existentes entre los sistemas jurídicos, financieros y económicos de Estados Unidos y España, la crisis demostró a ambos países que es necesario avanzar en la mejora de la protección del consumidor financiero, especialmente en materias de transparencia y de resolución alternativa de conflictos. Todo esto ayudará al desarrollo e implementación de buenas conductas financieras y la ejecución

de planes de acción acordados a nivel internacional entre los gobiernos nacionales y las principales instituciones financieras mundiales.

11. La presente tesis incluye las siguientes recomendaciones:

- Adoptar un sistema proactivo que asegure el mejor funcionamiento de los mercados financieros en vez de un sistema reactivo que responde a las quejas de los consumidores y a las malas prácticas de los proveedores, lo cual podría incluir la prohibición en la comercialización de ciertos productos o servicios, así como la regulación de estos que tengan altos costos de transacción;
- Mejorar la normativa de protección del consumidor financiero a través de la aprobación de reglas claras que tomen en cuenta las necesidades de los consumidores en el mercado de valores y que desincentiven las malas prácticas de los agentes financieros. Asimismo, esta normativa debería regular el sobreendeudamiento así como las comisiones y otros gastos cobrados a los consumidores que no tienen sustento en los costos reales en la contratación, permanencia o terminación de un producto o servicio financiero;
- Promover la transparencia en los mercados financieros y de valores, a fin de que los productos que se comercialicen en los mismos cuenten con información específica, clara, sencilla, oportuna y comparable, especialmente en relación con las características y costos de los mismos, ayudando a que los consumidores puedan tomar una decisión informada;
- Reducir la asimetría informativa entre los consumidores y los proveedores del mercado financiero, a fin de que los consumidores comprendan las transacciones en las que son parte, y de esta manera aumente la eficiencia de dichas transacciones;
- Reforzar la educación financiera de los consumidores, lo cual requerirá la participación conjunta de las entidades financieras, sociedades de inversión, agentes de mercados, organizaciones de consumidores, e inclusive los organismos gubernamentales y de supervisión;
- Tomar en consideración y adaptar las normativas nacionales a los principios y a las buenas prácticas provenientes de los organismos internacionales especializados;

- Contar con una supervisión efectiva de los operadores financieros, *in-situ* y *extra-situ*, lo cual implica destinar mayores recursos a los órganos de control gubernamentales, ayudando a su vez a las asociaciones civiles destinadas a la protección de los consumidores;
- Tener mecanismos disponibles para que los consumidores puedan ser resarcidos en caso que se determine la existencia de responsabilidad por parte de los organismos supervisores en el ejercicio de sus funciones;
- Implementar sistemas en donde las instituciones financieras y de valores incentiven a los consumidores a buscar asesoría financiera independiente por parte de un tercero en los casos de contratación de sus productos y/o servicios, teniendo en cuenta la complejidad de los mismos;
- Mantener mecanismos alternativos de resolución de conflictos con los consumidores financieros. Estos mecanismos deberían ser independientes, rápidos, eficientes y de bajo costo; y,
- Crear un régimen sancionador más severo para aquellas instituciones y operadores financieros y de valores que no respeten la normativa aplicable, en especial para aquellas instituciones que sean reincidentes o se aprovechen de la posición de desventaja de los consumidores (por ejemplo, ante la existencia de asimetría informativa o el uso de contratos de adhesión, entre otros).

12. Bibliografía

FUENTES ESCRITAS

- Abdelal, R. (2007). *Capital Rules: The Construction of Global Finance*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Acharya, V., Richardson, M., Van Nieuwerburgh, S, y White, L. (2011). *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac and the Debacle of Mortgage Finance*. Princeton University Press.
- Altares (2011). *Bilan 2010: Défaillances et Sauvegardes D'entreprises en France*. Altares.
- Arias, F. (2013). *Conservación de Empresas en Crisis: Estudios Jurídicos y Económicos*. La Ley.
- Armour, J. (2004). *Personal Insolvency Law and the Demand for Venture Capital*. European Business Organization Law Review, 5, pp. 87-118.
- Arroyo, I. y Morral R. (2014). *Teoría y Práctica del Derecho Concursal*. Tecnos.
- Arvedlund, E. (2009). *Too Good to Be True. The Rise and Fall of Bernie Madoff*. Penguin Group, New York 2009.
- Athanassiou, P. (2009). *Hedge Fund Regulation in the European Union: Current Trends and Future Prospects (International Banking & Finance Law Series)*. Kluwer Law International.
- Bach, D. and Newman, A. L. (2007). "The European Regulatory State and Global Public Policy: Micro-Institutions, Macro-Influence". Journal of European Public Policy.
- Bernanke, B. (2015). *The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*. W. W. Norton & Co., Inc.
- Brandon, D. (2009). *The History of Financial Planning: The Transformation of Financial Services*. Wiley.
- Caballero, C. (2011). *Fórum Afinsa. Sellos, Estafas, Dinero Negro y 400.000 Ilusiones Rotas*. La Esfera de los Libros.
- Campos, J. (2009). *Comment: Avoiding the Discretionary Function Rule in the Madoff Case*. 55 Loy. L. Rev 587.

- Carbó, S. (2009). *Sector Bancario, Crisis y Crédito en España*. CLM-Economía: Revista Económica de Castilla-La Mancha, número 14.
- Carpenter, D. (2012). *The Consumer Financial Protection Bureau (CFPB): A Legal Analysis*. Congressional Research Service.
- Cernat, L. (2004). "The Emerging European Corporate Governance Model: Anglo Saxon, Continental or Still the Century of Diversity". *Journal of European Public Policy*.
- CFPB (2012). *CFPB Supervision and Examination Manual*. Datamotion Publishing LLC.
- Cohen. B. (2008). *The Euro in a Global Context: Challenges and Capacities*. K. Dyson (ed.) *The Euro at 10: Europeanization, Power and Convergence*. Oxford: Oxford University Press, 37-53.
- Conaghan, D. (2012). *The Bank: Inside the Bank of England*. Biteback.
- Durkin, T. y Elliehausen, G. (2011). *Truth in Lending: Theory, History, and a Way Forward (Financial Management Association Survey and Synthesis)*. Oxford University Press. 1st Edition.
- Eichengreen, B. (2008). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System, Second Edition*. Princeton University Press. p. 6 y siguientes.
- Epstein, D., Nickles, S. y White, J. (1993). *Bankruptcy*. West.
- Ferguson, N. (2009). *El Triunfo del Dinero*.
- Fernández, I. et al (2014). *La Reforma Bancaria en la Unión Europea y España: El Modelo de Regulación Surgido de la Crisis*. Civitas.
- Fernández de Guevara, J., Pérez, F. y Serrano, L. (2015). *Crisis Económica, Confianza y Capital Social*. Fundación BBVA.
- Financial Crisis Inquiry Commission. *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial Economic Crisis in the United States*. Public Affairs. pp. 233-292.
- Frota, M. (2015). *Crise Financeira y Direito do Consumo*. En *Revista Portuguesa de Direito do Consumo*.
- García, R. (2005) *Tratado de Derecho de Protección del Consumidor*. Porrúa.

- Goldstein, M. (1998). *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications (Policy Analyses in International Economics)*. Institute for International Economics.
- González, A. (2013). *Derecho Ante la Crisis*. Atelier Libros.
- Grandio, A. y Novo J. (2001). *Regulación Financiera y Protección del Inversor 1,2,3... Gescartera*. Netbiblo.
- Huebner, M. (2005). *Debtor-in-possession Financing*. The RMA Journal. Abril 2005.
- Kirtzman, A. (2010). *Betrayal: The Life and Lies of Bernie Madoff*. Harper Perennial.
- LandMark Publications (2012). *BAPCPA: Contemporary Decisions (Litigator Series)*. LandMark Publications.
- Lewis, L. (2015). *Bernard Madoff and His Accomplices: Anatomy of a Con*. Nueva York: Praeger.
- Lewis, M. (W. W. Norton & Company) (2010). *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*.
- López, J.M. (2015). *Cláusula Suelo en los Préstamos Hipotecarios*. Bosch.
- Loss, L. y Seligman, J. (2006). *Fundamentals of Securities Regulation*. ASPEN Publishers.
- Malloy, M. (2005) *International Banking*. Carolina Academic Press, 2da Edición.
- Markopolos, H. (2010). *No One Would Listen. A True Financial Thriller*. John Wiley and Son, Inc.
- Martínez, J. (2015). *Productos Tóxicos Bancarios II, Permutas Financieras: Los Swaps*. Aranzadi.
- Martínez-Buján, C. (1998). *Derecho Penal Económico: Parte General*. Tirant Lo Blanch.
- Martínez-Echevarría, A. (2015). *La Gestión de la Crisis Bancaria Española y sus Efectos*. La Ley.
- Méndez, R., Abad, L. y Echaves, C. (2015). *Atlas de la Crisis: Impactos Socioeconómicos y Territorios Vulnerables en España*. Tirant Humanidades.
- Merino, I. y Lucas, M. (2012). *Derecho Financiero y Tributario. Parte General*. Tecnos.

- Mishkin, F. (2014). *Moneda, Banca y Mercados Financieros*. Pearson Publication, 10th Edition.
- Nolle, D. (2013). *International Finance Discussion Papers: U.S. Domestic and International Financial Reform Policy: Are G20 Commitments and the Dodd-Frank Act in Sync*. BiblioGov.
- Patón, G. (2014). *La Liquidación de Empresas en Crisis: Aspectos Mercantiles, Laborales y Fiscales*. Bosch.
- Phelps, K. y Rhodes, S. (2012). *The Ponzi Book: A Legal Resource for Unraveling Ponzi Schemes*. Lexis Nexis.
- Quaglia, L. (2014). *The European Union & Global Financial Regulation*. Oxford University Press.
- Reilly, J. (2014). *The New CFPB Mortgage Origination Rules Deskbook*. CreateSpace Independent Publishing Platform.
- Reyes, F. (2006). *Derecho Societario en Estados Unidos: Introducción Comparada*. Legis.
- Rojo, A. y Campuzano, B. (2013). *La Calificación del Concurso y la Responsabilidad por Insolvencia. V Congreso Español de Derecho de la Insolvencia. IX Congreso del Instituto Iberoamericano de Derecho Concursal*. Civitas.
- Siegel, L. (2009). *Insights into the Global Financial Crisis*. The Research Foundation of CFA Institute. p. 3 y siguientes.
- Straney, L. (2011). *Investor's Guide to Loss Recovery: Rights, Mediation, Arbitration, and Other Strategies*. Wiley Finance.
- Tabb, C. (2013). *Law of Bankruptcy*. West Academic Publishing.
- The Guardian (2011). *US Debt: The American Economy in Crisis*. Guardian Books.
- Thomas Lee Hazen y David L. Rather. *Securities Regulation*
- Warren, W., Bussel, D. y Skeel, D. (2012). *Bankruptcy*. Foundation Press, 9th edition
- Wiener, T. (2009). *Essay: On the Clawbacks in the Madoff Liquidation Proceeding*. 15 Fordham J. Corp. & Fin. L. 221.

Wolters Kluwer Law & Business Attorneys-Editors (2010). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Law, Explanation and Analysis*. Wolters Kluwer.

Zunzunegui, F. (2012). *Derecho Bancario y Bursátil* (2ª Ed.). Colex.

FUENTES ELECTRÓNICAS

20 Minutos (2008, 27 de marzo). *Cronología del Caso Gescartera*. Descargado de <http://www.20minutos.es/noticia/363442/0/cronologia/caso/gescartera/>

20 Minutos (2012, 13 de julio). *El Gobierno Aprueba Quitar la Paga Extra esta Navidad a los Funcionarios y la Subida del IVA*. Descargado de <http://www.20minutos.es/noticia/1538651/0/consejo-ministros/aprueba/recortes/>

Aarthun, S. (2012, 31 de abril). *The U.S. Central Banking Debate: Lessons Learned From 1791 to Guide Today's Discourse*, p. 48. Descargado de https://repository.library.georgetown.edu/bitstream/handle/10822/557663/Aarthun_georgetown_0076M_11592.pdf?sequence=1

Acharya, V. (2011). *The Dodd-Frank Act and Basel III Intentions, Unintended Consequences, Transition Risks, and Lessons for India*. Descargado de http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public_html/Dodd-Frank-Basel-and-India-by-Viral-Acharya.pdf

Acharya, V., Cooley, T., Richardson, M. y Walter, I. (2009). *Failures and Regulatory Failures: Lessons from Past and Present Financial Crisis*. Descargado de http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public_html/market_failures.pdf

ADICAE (2013). *Resumen del Informe Sobre Enfoques Eficaces para Apoyar la Aplicación de los Principios Alto Nivel G-20 en Protección al Consumidor Financiero*. Descargado de <http://publicaciones.adicae.net/publicaciones/pdf/DocumentoADICAEG20Consumidoresfinancieros2013.pdf>

Aguarda.com (2004, 8 de noviembre). *O Imperio Sofico*. Descargado de <http://www.aguarda.com/000214.html>

Allen, F. y Herring, R. (2001). *Banking Regulation versus Securities Market*

- Regulation. Wharton School. University of Pennsylvania.* Descargado de <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/0129.pdf>
- Allison, J. (2012, 10 de diciembre). *The Financial Crisis and the Bank Deregulation Myth.* The Cato Institute. Descargado de <http://www.cato.org/publications/commentary/financial-crisis-bank-deregulation-myth>
- Alonso, A. y Fernández, A. (2012, 22 de noviembre). La Morosidad en España: No Nos Descuidemos. *El Confidencial.* Descargado de http://blogs.elconfidencial.com/economia/el-analisis-de-sintetia/2012-11-22/la-morosidad-en-espana-no-nos-descuidemos_598240/
- Alvarez, R. y Astarita, M. (2015). Introduction to the Blue Sky Laws. *seclaw.com.* Descargado de <http://www.seclaw.com/bluesky.htm>
- Amadeo, A. (2015, 8 de Agosto). 2008 Financial Crisis: Causes, Costs, and Could It Reoccur? *Aboutnews.* Descargado de <http://useconomy.about.com/od/criticalissues/f/What-Is-the-Global-Financial-Crisis-of-2008.htm>
- Amadeo, K. (2015, 15 de abril). Credit Default Swaps. *Aboutnews.* Descargado de http://useconomy.about.com/od/glossary/g/default_swap.htm
- Amadeo, K. (2015, 26 de Agosto). How the 9/11 Attacks Still Affect the Economy Today. *Aboutnews.* Descargado de <http://useconomy.about.com/od/Financial-Crisis/f/911-Attacks-Economic-Impact.htm>
- Amadeo, K. (2015, 27 de agosto). Auto Industry Bailout (GM, Ford, Chrysler). *USA Economy.* Descargado de http://useconomy.about.com/od/criticalissues/a/auto_bailout.htm
- Amadeo, K. (2015, 6 de mayo). Financial Regulations, Will Regulations Prevent Another Financial Crisis? *About News.* Descargado de <http://useconomy.about.com/od/themarkets/a/regulations.htm>
- ámbito.com (2015). *La FED, a Favor de Mayor Regulación para Reducir Riesgos del Sistema.* Descargado de <http://www.ambito.com/noticia.asp?id=747856>
- American Bankers Association (2015). *Dodd-Frank and Community Banks, Your Guide to 12 Critical Issues.* Descargado de <http://www.aba.com/aba/documents/dfa/dfguide.pdf>

- Anderson, J. y Thomas, L. (2007, 24 de octubre). Merrill Lynch Reports \$7.9 Billion Write-down. *The New York Times*. Descargado de <http://www.nytimes.com/2007/10/24/business/worldbusiness/24iht-merrill.4.8040701.html>
- Aparicio, L. (2001, 12 de julio). La Juez Palacios Envía a Prisión al Mayor Accionista de Gescartera. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/2001/07/17/economia/995320850_850215.html.
- Aparicio, L. (2001, 27 de julio). La CNMV Sancionó Gescartera en 1999 pero No Hizo Pública la Multa. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/2001/07/27/economia/996184802_850215.html.
- Aparicio, L. (2003, 23 de febrero). Lo que la Burbuja Tecnológica se Llevó. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/2003/02/23/negocio/1046007681_850215.html
- Apertura.com (2012, 7 de agosto). *España: La crisis hizo desaparecer 1000 empresas por día*. Descargado de <http://www.apertura.com/economia/Espana-la-crisis-hizo-desaparecer-1000-empresas-por-dia-20120807-0001.html>
- Archer, D. y Moser-Boehm, P. (2013). *Las Finanzas de los Bancos Centrales, Banco de Pagos Internacionales*. pp. 7-8. Descargado de http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap71_es.pdf
- Arellano, J. (2012, 25 de enero). ¿En qué Situación Quedan los Autónomos con la Nueva Ley Concursal? *Legaltoday.com*. Descargado de <http://www.legaltoday.com/practica-juridica/mercantil/concursal/en-que-situacion-quedan-los-autonomos-con-la-nueva-ley-concursal>
- Arellano, M. y Bentolila, S. (2009, 15 de enero). *La Burbuja Inmobiliaria: Causas y Responsables*. Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI). Descargado de <http://www.cemfi.es/~arellano/burbuja-inmobiliaria.pdf>. p. 2.
- Artus, P. (2013, 21 de febrero). *Pourquoi les Etats-Unis sont-ils sortis de la crise et pas l'Espagne?* Flash Économie, Recherche Économique. Descargado de <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=68396>
- Asobancaria (2014, 9 de julio). *Informe de Regulación Internacional*. Descargado de <http://www.asobancaria.com/portal/pls/portal/docs/1/4394039.PDF>. p. 7.
- Asociación de Usuarios de Bancos, Cajas y Seguros de España (2013, 9 de enero).

- Prorrogados Dos Años Más los Créditos ICO para Afectados de Fórum y Afinsa.* Descargado de <http://laeconomíadelosconsumidores.adicae.net/?articulo=1157>
- Astarita, M. (2015). The Wells Notice in SEC and NASD Investigations. *seclaw.com*. Descargado de <http://www.seclaw.com/docs/wellsnotice.htm>
- Ayuso, J. y Restoy, F. (2006). *El Precio de la Vivienda en España: ¿Es Robusta la Evidencia de Desvalorización?* Banco de España: Boletín Económico, Junio 2006. Descargado de <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/06/Jun/Fich/art4.pdf>
- Banco Central de Reserva de Costa Rica (2003). *Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea, Antecedentes, Síntesis del Nuevo Acuerdo y Comentarios sobre su Impacto.* Descargado de http://www.bccr.fi.cr/publicaciones/politica_cambiaria_sector_externo/DM-425-03_Nuevo_acuerdo_capital_Basilea.pdf
- Banco de España (2008, 30 de octubre). *Retos del Sistema Bancario Español Ante la Crisis Global*. Discurso del Gobernador Miguel Fernández Ordóñez en la Celebración del 50º Aniversario de ESADE. Descargado de <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/prensa/intervenpub/gobernador/ficheros/es/mfo301008.pdf>
- Banco de España (2011, 30 de junio). *Modelo de Supervisión del Banco de España*. Descargado de http://www.bde.es/f/webbde/COM/Supervision/regulacion/ficheros/es/modelo_de_supervision.pdf
- Banco de España (2012). *El Uso de los Concursos de Acreedores en España*. Boletín Económico, Diciembre 2012. Descargado de <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/12/Dic/Fich/be1212-art3.pdf>
- Banco de España (2013, 27 de mayo). *Memoria de la Supervisión Bancaria en España, 2012*. Descargado de http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/MemoriaSupervisionBancaria/12/MSB_2012.pdf
- Banco de España (2015). *Evolución y Panorama Legislativo en la Transparencia*

- Bancaria*. Descargado de [http://www.bde.es/clientebanca/es/areas/Derechos de los /Panorama legisla/evolucion/Evolucion y pan_9df9ae5dfe91a41.html](http://www.bde.es/clientebanca/es/areas/Derechos_de_los/Panorama_legisla/evolucion/Evolucion_y_pan_9df9ae5dfe91a41.html)
- Banco de España (2015). *Mecanismo Único de Supervisión*. Descargado de [http://www.bde.es/bde/es/areas/supervision/sup/Mecanismo Unico /](http://www.bde.es/bde/es/areas/supervision/sup/Mecanismo_Unico/)
- Banco Mundial (2012). *Buenas Prácticas para la Protección del Consumidor Financiero*. Descargado de [http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/282884-1339624653091/8703882-1339624678024/8703850-1340026711043/8710076-1340026729001/FinConsumerProtection GoodPractices SPANISH FINAL .pdf](http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/282884-1339624653091/8703882-1339624678024/8703850-1340026711043/8710076-1340026729001/FinConsumerProtection_GoodPractices_SPANISH_FINAL.pdf)
- Banco Mundial (2015). *Desempleo, total (% de la población activa total) (estimación modelado OIT)*. Descargado de <http://datos.bancomundial.org/indicador/SL.UEM.TOTL.ZS/countries/FR-DE-IE-ES?display=graph>
- Banco Mundial (2015). *Inflación, Precios al Consumidor (% anual)*. Descargado de <http://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG/countries/ES-US-XC?display=graph>
- Bank of America (2015, Agosto). *Bank of America Completes Merrill Lynch Purchase*. Descargado de <http://investor.bankofamerica.com/phoenix.zhtml?c=71595&p=irol-newsArticle&ID=1240029&highlight=#fbid=zNnisK3SFvj>
- Bank of England (2007). *Quarterly Bulletin. Volume 47. No. 4*. Descargado de <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb0704.pdf>
- Bank of England (2015). *Official Bank Rate History*. Descargado de <http://www.bankofengland.co.uk/boeapps/iadb/Repo.asp>
- Barett, D. y Fitzpatrick, D. (2013, 19 de noviembre). JPMorgan, U.S. Settle for \$13 Billion: Deal Ends a Number of Legal Headaches for Largest U.S. Bank. *The Wall Street Journal*. Descargado de <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304439804579207701974094982>

- Basel Committee on Banking Supervision (1988). *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. Descargado de <http://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf>
- BBC Mundo (2013, 18 de junio). *Las Razones de la Ira en las Calles de Brasil*. Descargado de http://www.bbc.com/mundo/noticias/2013/06/130618_brasil_preguntas_manifestaciones_mr
- BBVA (2013, 17 de mayo). *Los concursos de acreedores alcanzan un nuevo récord histórico*. Descargado de <http://www.bbvacontuempresa.es/actualidad/perspectivas-y-entorno/los-concursos-de-acreedores-alcanzan-un-nuevo-record-historico>
- Beech, E. (2014, 30 de abril). U.S. Government Says It Lost \$11.2 Billion on GM Bailout. *Reuters*. Descargado de <http://www.reuters.com/article/2014/04/30/us-autos-gm-treasury-idUSBREA3T0MR20140430>
- Bello, W. (2015). Todos Caen: Diez Años Después de la Crisis Financiera Asiática. *Focus on the Global Sound*. Descargado de <http://focusweb.org/node/1247>
- Benedict, R. (2012). *Judicial Review of SEC Rules: Managing the Costs of Cost-Benefit Analysis*. Minnesota Law Review. Descargado de http://www.minnesotalawreview.org/wp-content/uploads/2012/11/Benedict_MLR.pdf
- Benjamin, J (2013, 8 de septiembre). Image Repair: Mutual Funds Still Recovering 10 Years After Scandal. *Investment News*. Descargado de <http://www.investmentnews.com/article/20130908/REG/309089973/image-repair-mutual-funds-still-recovering-10-years-after-scandal>
- Biography.com (2015). *Bernard Madoff Biography (1938-)*. Descargado de <http://www.biography.com/people/bernard-madoff-466366>
- Blodget, H. (2008, 23 de diciembre). Bernie Madoff's Victims: The List. *Business Insider*. Descargado de <http://www.businessinsider.com/2008/12/bernie-madoff-hosed-client-list>
- Bloomberg (2012, 29 de junio). Madoff Brother Admits His Role in Conspiracy. *The San Antonio Express News*. Descargado de <http://www.expressnews.com/news/article/Madoff-brother-admits-his-role->

[in-conspiracy-3673505.php](http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-23/china-led-emerging-market-turmoil-evokes-worrisome-1994-parallel)

Bloomberg News (2015, 23 de agosto). *Could China's Yuan Devaluation Spark a New Financial Crisis?* Descargado de

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-23/china-led-emerging-market-turmoil-evokes-worrisome-1994-parallel>

Board of Governors of the Federal Reserve System (2015, 27 de agosto). *Why Are Interest Rates Being Kept at Low Level?* Descargado de

http://www.federalreserve.gov/faqs/money_12849.htm

Bolaños, A. (2008, 15 de febrero). España Lideró en 2007 el Crecimiento Económico Entre los Países Avanzados. *El País*. Descargado de

http://elpais.com/diario/2008/02/15/economia/1203030002_850215.html

Boletín Oficial de las Cortes Generales. *Boletín General del Senado – III Legislatura*, Núm. 209, p. 8902. Descargado de

<http://www.senado.es/legis3/publicaciones/pdf/senado/bocg/l0209.PDF>

Bolsas y Mercados Españoles (2015, 4 de septiembre). *Estructura y Organización del Mercado de Valores Español*. Descargado de

https://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2010/IM_visualizarPagina.aspx?codigo=I_1

Brennan, M. (2012, 01 de diciembre). The Foreclosure Crisis Isn't Just Over Yet. *Forbes*. Descargado de

<http://www.forbes.com/sites/morganbrennan/2012/12/01/the-foreclosure-crisis-isnt-over-just-yet/>

Brunnermeir, M. y Pedersen, L. (2008). *Market Liquidity and Funding Liquidity*. Oxford University Press. Descargado de

<http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/liquidity.pdf>

Bryan-Low, C. (2004, 25 de febrero). Audit Firms Face Heavy Fallout From Tax Business. *The Wall Street Journal*. Descargado de

<http://www.wsj.com/articles/SB107766373003838199>

Bulkat, B. (2015) What is a Disclosure Statement in Chapter 11 Bankruptcy? *AllLaw.com*. Descargado de

<http://www.alllaw.com/articles/nolo/bankruptcy/disclosure-statement-chapter-11.html>

Bureau of Labor Statistics (2008, 10 de noviembre). *Unemployment in October*

2008. Descargado de <http://www.bls.gov/opub/ted/2008/nov/wk2/art01.htm>
- Bureau of Labor Statistics (2015, 7 de septiembre). *Databases, Tables & Calculators by Subject*. Descargado de <http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>
- Business Insider (2010, 15 de diciembre). *Here's Why the Dot Com Bubble Began and Why it Popped*. Descargado de <http://www.businessinsider.com/heres-why-the-dot-com-bubble-began-and-why-it-popped-2010-12>
- Calvo, A. (2015, 3 de febrero). Los 1.600 estafados de Fórum y Afinsa Sólo Han Recibido un 20% de los 26 Millones de Euros. *Diario de León*. Descargado de http://www.diariodeleon.es/noticias/leon/1-600-estafados-forum-afinsa-solo-han-recibido-20-26-millones-euros_954181.html
- Camacho, A. (2008, 27 de marzo). Condenado a 11 Años de Cárcel por el “Caso Gescartera”. *El País*. Descargado de http://elpais.com/elpais/2008/03/27/actualidad/1206609418_850215.html
- Castilla A. (2003, 21 de septiembre). Auge y Caída de la Nueva Economía. *Tendencias 21*. Descargado de http://www.tendencias21.net/Auge-y-caida-de-la-Nueva-Economia_a218.html
- CBS (2000, 19 de octubre). *Pump and Dump*. Descargado de <http://www.cbsnews.com/news/pump-and-dump/>
- CBS (2011, 5 de noviembre). *Sons Called in FBI to Arrest Bernie Madoff*. Descargado de <http://www.cbsnews.com/news/sons-called-in-fbi-to-arrest-bernie-madoff/>
- Centro Regional de Estrategias Económicas Sostenibles (2013, 14 de febrero). *Análisis Económico de la Regulación Bancaria Internacional*. Descargado de <http://crees.org.do/es/art%C3%ADculo/an%C3%A1lisis-econ%C3%B3mico-de-la-regulaci%C3%B3n-bancaria-internacional-12>
- Cervelló, J. M. (2008). *La Crisis Inmobiliaria en España: Causas, Efectos, Remedios*. Descargado de <http://cervello.blogs.ie.edu/2008/09/la-crisis-inmobiliaria-en-espana-causas-efectos-remedios.html>
- CFA Institute Center for Financial Market Integrity and Council of Institutional Investors. (2009). *U.S. Financial Regulatory Reform: The Investors' Perspective*. Descargado de http://www.cfainstitute.org/ethics/Documents/us_investors_working_group_r

[eport.pdf](#)

CFPB (2012, 24 de septiembre). *Federal Deposit Insurance Corporation and Consumer Financial Protection Bureau Order Discover to Pay \$200 Million Consumer Refund for Deceptive Marketing*. Descargado de <http://www.consumerfinance.gov/newsroom/discover-consent-order/>

CFPB (2015). *About us*. Descargado de <http://www.consumerfinance.gov/the-bureau/>

CFPB (2015). *Administrative Adjudication*. Descargado de <http://www.consumerfinance.gov/administrativeadjudication/>

CFPB (2015). *Consumer Financial Protection Bureau Strategic Plan FY 2013-2017*. Descargado de <http://www.consumerfinance.gov/strategic-plan/>

CFPB (2015). *Rules Relating to Investigation*. Descargado de http://files.consumerfinance.gov/f/201206_cfpb_final-rule_rules-relating-to-investigations.pdf

Cinco Días (2008, 27 de marzo). *Cronología: El Caso Gescartera Se Remonta a la Década de los 90*. Descargado de http://cincodias.com/cincodias/2008/03/27/empresas/1206788345_850215.html

Clark, R. (2005). *Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too*. Facultad de Derecho de la Universidad de Harvard. Descargado de http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Clark_525.pdf

CNN (2010, 17 de diciembre). *Víctimas de Madoff Reciben Pago*. Descargado de <http://www.cnnexpansion.com/economia/2010/12/17/familiares-de-estafador-regresan-botin>

CNN Money (2015, 28 de julio). *Watch Out: Strong U.S. Dollar Could Trigger a Currency Crisis*. Descargado de <http://money.cnn.com/2015/07/28/investing/strong-dollar-hurts-emerging-markets/>

CNNExpansión (2008, 11 de julio). *¿Quiénes son Fannie Mae y Freddie Mac?* Descargado de <http://www.cnnexpansion.com/economia/2008/07/11/bfquienes-son-fannie-mae-y-freddie-mac>

- Colau, A. y Alemany, A. (2013). *2007-2012: Retrospectiva sobre Desahucios y Ejecuciones Hipotecarias en España, Estadísticas Oficiales e Indicadores*. Descargado de <http://afectadosporlahipoteca.com/wp-content/uploads/2013/02/RETROSPECTIVA-SOBRE-DESAHUCIOS-Y-EJECUCIONES-HIPOTECARIAS-EN-ESPA%C3%91A-COLAUALEMANY1.pdf>
- Combatt, A. (2010). *La Responsabilidad del Analista Financiero como Tercero de Confianza*. Biblioteca Virtual del Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM. Descargado de <http://www.juridicas.unam.mx/publica/librev/rev/vniver/cont/120/cnt/cnt9.pdf>
- Comisión de la Unión Europea (2008). *Propuesta para la Regulación del Parlamento Europeo y el Consejo relativo a Agencias de Calificación de Riesgo*. Descargado de http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/agencies/proposal_en.pdf
- Comisión Europea (2015). *Libro Verde: Construir una Unión en el Mercado de Capitales*. Descargado de <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=COM:2015:63:FIN&from=EN>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (2015, 01 de septiembre). *Sobre la CNMV, Funciones*. Descargado de <http://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>
- Comité de Supervisión Bancaria (2011). *Principios Básicos para una Supervisión Eficaz, Banco de Pagos Internacionales*. Descargado de http://www.bis.org/publ/bcbs213_es.pdf, p. 2.
- Congreso de la República (2001). *Diario de las Sesiones del Congreso de los Diputados, De Investigación Sobre Gescartera (Núm. 298)*. Descargado de http://www.congreso.es/public_oficiales/L7/CONG/DS/CO/CO_298.PDF
- Cornell University Law School (2015). *Self-regulatory Organizations. Legal Information Institute*. Descargado de https://www.law.cornell.edu/wex/self_regulatory_organization
- Cowell, S. (2012, 22 de octubre). *Why the Foreclosure Crisis is Getting Worse*. U.S. News. Descargado de <http://money.usnews.com/money/blogs/my-money/2012/10/22/worried-about-your-home-why-the-foreclosure-crisis-is-getting-worse>

- Crawford, C. (2011). *The Repeal of the Glass-Steagall Act And The Current Financial Crisis*. Journal of Business & Economics Research. Descargado de <http://www.unarts.org/H-II/ref/949-3747-1-PB-1.pdf>
- Dash, E. (2008, 30 de abril). Citigroup Sells \$4.5 Billion in Shares. *The New York Times*. Descargado de <http://www.nytimes.com/2008/04/30/business/30cnd-citi.html>
- Davidson, A. (2008, 19 de septiembre). The Big Money: How AIG Fell Apart. *Reuters*. Descargado de <http://www.reuters.com/article/2008/09/19/us-how-aig-fell-apart-idUSMAR85972720080919>
- De Barrón I. y Jiménez, M. (2012, 21 de junio). La Banca Española Necesita de 51.000 a 62.000 Millones de Capital. *El País*. Descargado de http://economia.elpais.com/economia/2012/06/21/actualidad/1340279394_859405.html
- De Barrón, I. (2012, 17 de febrero). El Banco de España Asume Fracaso. *El País*. Descargado de http://economia.elpais.com/economia/2012/07/17/actualidad/1342518625_716114.html
- De Barrón, I. (2014, 23 de mayo). La Banca Admite que su Principal Problema es Recuperar la Reputación. *El País*. Descargado de http://economia.elpais.com/economia/2014/05/23/actualidad/1400838158_767020.html
- De Barrón, I. y Jiménez, M. (2014, 12 de marzo). La Morosidad de Hipotecas se Dispara. *El País*. Descargado de http://economia.elpais.com/economia/2014/03/11/actualidad/1394570311_904024.html
- De la Torre-Gallegos, A. y Bellini, E. (2009). *Las Crisis Bursátiles en España y su Comparación con otros Mercados Internacionales: Análisis de sus Principales Características*. En *Universia Business Review* Cuarto Trimestre 2009. Descargado de <https://ubr.universia.net/article/viewFile/716/842>
- Decamps, J-P, Rochet, J-C y Roger, B. (2002, 12 de abril). *The Three Pillars of Basel II: Optimizing the Mix in a Continuous-time Model*, p. 2, Descargado de <https://www.bis.org/bcbs/events/b2earoc.pdf>
- Deganadores.com (2011, 8 de noviembre). *Declaración Final de la Cumbre del G-*

- 20 de Cannes, Francia 2011: Declaración de los Jefes de Gobierno del G20.
 Descargado de http://www.deganadores.com/index.php?option=com_content&view=article&id=644:declaracion-final-de-la-cumbre-g-20-de-cannes-francia-2011&catid=131:cumbres&Itemid=73
- Deltell, L. (2015, 13 de marzo). El Sistema Monetario: Del Patrón Oro al Dinero Fiduciario. *ElEconomista.es*. Descargado de <http://www.eleconomista.es/blogs/punto-de-inflexion/?p=111>
- Demyanyk, Y. y Loutskina, E. (2015). *Mortgage Companies and Regulatory Arbitrage*. Federal Reserve Bank of Cleveland. Descargado de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2051001
- Diario El Clarín (2015). *Revelan la Larga Lista de Ricos y Famosos Estafados por Madoff*. Descargado de <http://edant.clarin.com/diario/2009/02/06/elmundo/i-01853487.htm>
- Dorsey, T. (2013, 31 de octubre). *Winners and Losers of Big Bank Lawsuits*. Descargado de <http://seekingalpha.com/article/1791752-winners-and-losers-of-big-bank-lawsuits>
- Duca, J. (2013, 22 de noviembre). *How and Why the Crisis Occurred*. The Federal Reserve History. Descargado de <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/55>
- Durr, K. y Colby, R. (2010, 1 de diciembre). The Institution Experience: Self-Regulatory Organizations in the Securities Industry, 1972-2010. *sechistorical.org*. Descargado de <http://www.sechistorical.org/museum/galleries/sro/>
- Economic Policy Journal (2010, 15 de diciembre). *Totally Busted: The Truth About Goldman's Bailout by the FED*. Descargado de <http://www.economicpolicyjournal.com/2010/12/totally-busted-truth-about-goldmans.html>
- Egan, M. (2014, 29 de agosto). Sí, la Peor Crisis Económica Mundial fue en 2008: Bernanke. *CNN Expansión*. Descargado de <http://www.cnnexpansion.com/economia/2014/08/28/crisis-de-2008-peor-que-la-gran-depresion>
- El Mundo (2009, 5 de marzo). *La Compaventa de Viviendas Cayó un 32,6% en*

- 2008, hasta 544.464 Operaciones. Descargado de <http://www.elmundo.es/elmundo/2009/03/05/suivienda/1236245827.html>
- El País (1976, 22 de mayo). *El Presidente y el Consejero Delegado de Sofico, en la Cárcel.* Descargado de http://elpais.com/diario/1976/05/22/ultima/201564001_850215.html
- El País (1977, 18 de mayo). *El Supremo Confirma el Procesamiento del Presidente de Sofico.* Descargado de http://elpais.com/diario/1977/05/18/economia/232754403_850215.html
- El País (1981, 5 de septiembre). *El Gobierno Aprobó la Liquidación Forzosa de Fidecaya.* Descargado de http://elpais.com/diario/1981/09/05/economia/368488801_850215.html
- El País (1982, 19 de enero). *Catorce Bancos de Rumasa Sustituyen a Bankisur en la Compra de Fidecaya.* Descargado de http://elpais.com/diario/1982/01/19/economia/380242812_850215.html
- El País (1982, 28 de marzo). *Fidecaya Pagará Antes del Verano.* Descargado de http://elpais.com/diario/1982/03/28/economia/386118005_850215.html
- El País (2006, 11 de mayo). *Afinsa y Fórum Crearon Sociedades Fantasma y Traficaron con Sellos Falsos.* Descargado de http://elpais.com/diario/2006/05/11/portada/1147298404_850215.html
- El País (2007, 12 de abril). *El Administrador de Afinsa cifra en 1.800 millones el 'agujero' de la compañía.* Descargado de http://elpais.com/elpais/2007/04/12/actualidad/1176365819_850215.html
- El País (2009, 28 de enero). *La Economía Española Entra en Recesión por la Caída del Consumo.* Descargado de http://economia.elpais.com/economia/2009/01/28/actualidad/1233131577_850215.html
- Elisofon, H. y Oleske, J. (2009). *Madoff Victims Who Redeemed Face More Pain: Beware the Clawback.* *herrick.com.* Descargado de <http://www.herrick.com/siteFiles/Publications/789C3F2101847DA67EA5D31AD569E7E1.pdf>
- El Mundo (2007, 15 de junio). *El ICO Abre la Línea de Créditos para los Afectados de Fórum y Afinsa.* Descargado de <http://www.elmundo.es/mundodinero/2007/06/15/economia/1181909834.ht>

- [ml](#)
- elmundo.com (2015). *La Crisis Económica Mundial/II*. Descargado de <http://www.elmundo.com.ve/firmas/blagdimir-labrador/la-crisis-economica-mundial--ii.aspx>
- Epiq Systems (2015). *Debtor Matrix: Lehman Brothers Holdings, Inc*. Descargado de <http://dm.epiq11.com/LBH/Project>
- Eroski Consumer (2007, 14 de diciembre). *Fórum Filatélico y Afinsa Fueron Consideradas en 1999 “Entidades Financieras No Registradas”*. Descargado de http://www.consumer.es/web/es/economia_domestica/2007/12/14/172976.php
- Eur-lex (2015). *Folleto que Debe Publicarse Cuando se Emiten Valores*. Descargado de <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=URISERV:l24033c>
- Eur-lex (2015). *Review of Lamfalussy Process*. Descargado de <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=URISERV:l32056>
- European Commission (2011, 20 de octubre). *New Rules for More Efficient, Resilient and Transparent Financial Markets in Europe*. Descargado de http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1219_en.htm
- European Commission (2012, 12 de septiembre). *Emerging Stronger from the Crisis: The European Vision*. Descargado de <https://www.youtube.com/watch?v=0B3zNcFYqj0>
- European Commission (2015, 19 de mayo). *Better Regulation Agenda: Enhancing Transparency and Scrutiny for Better EU Law-making*. Descargado de http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-4988_en.htm
- European Parliament (2014). *Consumer Protection Aspects of Financial Services. Directorate-General for Internal Policies*. Descargado de http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2014/507463/IPOL-IMCO_ET%282014%29507463_EN.pdf
- Federal Deposit Insurance Corporation (2009, 27 de abril). *The 2009 Economic Landscape – The Sand States: Anatomy of a Perfect Housing-Market Storm*. Descargado de http://www.fdic.gov/bank/analytical/quarterly/2009_vol3_1/AnatomyPerfectH

[ousing.html](#)

Federal Deposit Insurance Corporation (2015). *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991*. Descargado de <https://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/8000-2400.html>

Federal Deposit Insurance Corporation (2015). *Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989*. Descargado de <https://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/8000-3100.html>

Federal Deposit Insurance Corporation (2015). *Important Banking Laws*. Descargado de <https://www.fdic.gov/regulations/laws/important/index.html>

Federal Reserve (2015). *Homeowner Protection Act*. Descargado de <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/caletters/2004/0405/CA04-5Attach1.pdf>

Federal Reserve Bank (2015). *Regulation Z. Truth In Lending Act. Consumer Compliance Handbook*. Descargado de <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/supmanual/cch/til.pdf>

Ferguson, N. (2009). *El Triunfo del Dinero*. Random House Mondadori, S.A. Descargado de <http://www.serlib.com/pdflibros/9788483068137.pdf>

Ferro Vega, J. M. (2012, 23 de octubre). Estafas Piramidales. *noticiasjuridicas.com*. Descargado de <http://noticias.juridicas.com/conocimiento/articulos-doctrinales/4803-estafas-piramidales/>

Field, A. (2010, 12 de noviembre). Madoff Investors sue SEC for Incompetence. *Daily Finance*. Descargado de <http://www.dailyfinance.com/2010/11/12/madoff-investors-sue-sec-for-incompetence/>

Field, A. (2011, 11 de enero). Who's to Blame for the Mortgage Mess? Banks, Not Homeowners. *Daily Finance*. Descargado de <http://www.dailyfinance.com/2011/01/20/whos-to-blame-for-the-mortgage-mess-banks-not-homeowners/>

Financial Stability Board (2011). *Overview of the Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability*. Descargado de http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_111104.pdf?page_moved=1

FINRA (2005). *What to Expect: FINRA's Dispute Resolution Process*. Descargado

- de <https://www.finra.org/sites/default/files/Education/p117486.pdf>
- Flandreau, M. y Ugolini, S. (2015). *The Crisis of 1866*. Graduate Institute of Geneva.
 Descargado de http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/international_economics/shared/international_economics/publications/working%20papers/2014/HEIDWP10-2014.pdf
- Fondo Monetario Internacional (2102). *Informe Sobre la Estabilidad Financiera Global: la Banca Internacional Después de la Crisis: ¿Más Local y Segura?*
 Descargado de <https://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/qfsr/2015/01/pdf/sums.pdf>
- Forbes (2013, 25 de marzo). *Looking Back at Bank Failure Rates*. Descargado de <http://www.forbes.com/sites/moneybuilder/2013/03/25/looking-back-at-bank-failure-rates/>
- Foulkes, D. (2015, 27 de agosto). *Fundamentos de Largo Plazo de la Crisis Económica del 2008*. CIDE. Descargado de <http://www.cide.edu/publicaciones/status/dts/DTE%20582.pdf>
- Frame, W. et al (2015). *The Rescue of Fannie Mae and Freddie Mac*. The Federal Reserve Bank of New York. Descargado de http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr719.pdf
- Frankema, E., Wotjer, P. y Smits, J.P (2013). *Changing Economic Leadership, A New Benchmark of Sector Productivity in the United States and Western Europe, ca. 1910*. Tijdschrift Voor Sociale en Economische Geschiedenis, 10, Núm. 3, p. 83. Descargado de http://www.ewoutfrankema.com/media/publications/2013/Changing_Economic_Leadership.TSEG2013.pdf
- Freddie Mac (2015, 27 de agosto). *Our Business*. Descargado de http://www.freddiemac.com/corporate/company_profile/our_business/
- Freeman, R. (2007, 6 de julio). *Bear Stearns Fund's Failure Opened the Door to Credit Crash*. Executive Intelligence Review. Descargado de http://www.larouchepub.com/other/2007/3427mbs_cdo_crash.html
- Garay, U. (2015). *The Asian Financial Crisis of 1997-1998 and the Behavior of Asian Stock Markets*. Descargado de <http://www.westga.edu/~bquest/2003/asian.htm>

- Garber, P. (1993). *The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System. A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*. Descargado de <http://www.nber.org/chapters/c6876.pdf>
- García Montoro, L. (2014). *Estudio de Protección al Consumidor de Servicios Financieros de la Dirección General de Política Interna, Departamento de Política Económica y Científica del Parlamento Europeo*. Centro de Estudios de Consumo. Descargado de <https://www.uclm.es/centro/cesco/pdf/noticias/2014/serviciosPE2.pdf>
- Garzón, E. (2015, 12 de julio). *¿Qué está Pasando con la Bolsa de China?* ATTAC España. Descargado de <http://www.attac.es/2015/07/12/que-esta-pasando-con-la-bolsa-de-china/>
- Glovin, D. et al (2009, 24 de febrero). *Madoff Must Have Had Help, Lawyers Say, Citing Trustee Report*. *Bloomberg*. Descargado de <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aggq1e88xM PU>
- Gómez-Villares, Álvarez y Atencia Abogados (2012, 13 de diciembre). *#HistoriaJudicialMálaga: Caso Sofico, el Primer Fraude Inmobiliario de la Costa del Sol*. Descargado de <http://gva-atencia.com/blog/historiajudicialmalagacasosofico/>
- González Mota, E. y Marqués Sevillano, J. M. (2010). *Dodd-Frank Wall Street Reform: Un Cambio Profundo en el Sistema Financiero de los Estados Unidos*. Banco de España: Informe de Estabilidad Financiera, Núm. 19, 76-79. Descargado de <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/10/Nov/Fic/ref0519.pdf>
- Gor, F. (1981, 20 de Junio). *El Juez Declara Fraudulenta la Suspensión de Pagos de Cuatro Sociedades de Sofico*. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/1981/06/20/sociedad/361836002_850215.html
- Greene, S. (1933, 9 de marzo). *The Emergency Banking Act of 1933*. The Federal Reserve. Descargado de <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/23>
- Greycourt & Co. (2008). *The Financial Crisis and the Collapse of Ethical Behavior*.

- White Paper No. 44. Descargado de <http://www.greycourt.com/whitepapers/WhitePaper044-FinancialCrisis.pdf>
- Gross, D. (2009, 15 de septiembre). Por qué la Caída de Lehman Brothers afectó más al Mundo que a EEUU. *soitu.es*. Descargado de http://www.soitu.es/soitu/2009/09/15/actualidad/1252997087_566300.html
- Gubern, A. (2003, 15 de marzo). El Hombre que Cambió la Ley Hipotecaria en España. *ABC*. Descargado de <http://www.abc.es/economia/20130315/abci-mohamed-aziz-hipoteca-201303142222.html>
- Guillén, M. (2015). *The Global Economic & Financial Crisis: A Timeline*. The Lauder Institute. Descargado de http://lauder.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2015/06/Chronology_Economic_Financial_Crisis.pdf
- Hannagan, C. (2009, 3 de marzo). Bennett Funding Bankruptcy Finally Over. *syracuse.com*. Descargado de http://www.syracuse.com/news/index.ssf/2009/03/bennett_funding_bankruptcy_fin.html
- Harrington, S. (2009). *The Financial Crisis, Systemic Risk, and the Future of insurance Regulation*. Descargado de http://www.naic.org/documents/topics_white_paper_namic.pdf
- Henderson, P. (2007, 10 de mayo). Credit-score Panacea Failed to Stop US Mortgage Crisis. *Reuters*. Descargado de <http://www.reuters.com/article/2007/05/10/us-usa-subprime-scores-idUSN0231191820070510>
- Hirschfield, M. y Klidonas, G. (2015). *Avoidance Actions in Ponzi Scheme Bankruptcy Cases*. Descargado de http://www.bakerlaw.com/files/Uploads/Documents/News/Articles/BUSINESS/2011/ABA_Hirschfield_Klidonas_April-2011.pdf
- Holmquist, J. (2007). *Implementation of Basel II. Challenges and Opportunities*. Descargo de http://ec.europa.eu/internal_market/speeches/docs/2007/jh05032007.pdf
- Hoshi, T. y Kashyap, A. (2013). *Will the U.S. and Europe Avoid a Lost Decade? Lessons from Japan's Post Crisis Experience*. Fondo Monetario Internacional. Descargado de <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2013/arc/pdf/Hoshi.pdf>

- Huddleston, T. (2014, 24 de junio). Madoff's Former Accountant Admits to Aiding in Massive Fraud. *fortune.com*. Disponible en <http://fortune.com/2014/06/24/madoff-accountant/>
- Ibáñez Sandoval, J. y Domingo Otuño, B. (2015). *La Transposición de Basilea III a la Legislación Europea*, p. 70. Descargado de <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/13/Noviembre/Fic/ref2013253.pdf>
- Ieshnosmachado.org (2015). *Bernard Madoff*. Descargado de http://economia.ieshnosmachado.org/madoff_texto.html
- Infobae.es (2008, 31 de enero). *La Reserva Federal Redujo los Tipos de Referencia*. Descargado de <http://www.infobae.com/2008/01/31/361767-la-reserva-federal-redujo-los-tipos-referencia>
- Infotelecom.es (2015). *La CNMV en el Caso de Gescartera*. Descargado de <http://www2.infotelecom.es/~ecampins/Treballs%20n/Gescartera/LA%20CNMV%20EN%20EL.htm>
- Instituto Nacional de Estadística (2013, 25 de abril). *Encuesta de Población Activa (EPA) Primer Trimestre de 2013*. Descargado de <http://www.ine.es/daco/daco42/daco4211/epa0113.pdf>
- International Organization of Securities Commission (2014). *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. Descargado de <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD437.pdf>
- Jones, G. (2005). *Restoring the Global Economy, 1950-1980*. Universidad de Harvard. Descargado de <http://hbswk.hbs.edu/item/4961.html>
- Juzgado de lo Mercantil 6º de Madrid (2007, 29 de marzo). *Informe de la Administración Concursal, Concurso Necesario No. 208/2006 de Afinsa Bienes Tangibles, S.A.* Descargado de <http://www.afectadosfilatelia.org/archivos/INFORME %20CONCURSAL A FINSA 13 04 2007.pdf>
- Juzgado de lo Mercantil 7º de Madrid (2006, 26 de diciembre). *Informe de la Administración Concursal, Concurso Ordinario 209/2006 de Fórum Filatélico, S.A.* Descargado de <https://rdmf.files.wordpress.com/2007/01/informeforum.pdf>
- La Crisis (2009, julio). *Crisis Financiera Mundial 2009*.

- geocrisisemergentes.blogspot.com*. Descargado de <http://geocrisisemergentes.blogspot.com/2009/07/la-crisis.html>
- La Mujer y el Crimen (2015). *Doña Baldomera Larra*. "La Madre de los Pobres". Instituto Conmemorativo Gorgas de la Salud. Descargado de <http://www.gorgas.gob.pa/museoafc/loscriminales/criminales/paginas/baldomera.html>
- Landler, M. y Sanger, D. (2009, 2 de abril). World Leaders Pledge \$1.1 Trillion for Crisis. *The New York Times*. Descargado de http://www.nytimes.com/2009/04/03/world/europe/03summit.html?_r=0
- Lattman, P. (2012, 9 de octubre). U.S. Sues Wells Fargo, Accusing It of Lying About Mortgages. *The New York Times*. Descargado de http://dealbook.nytimes.com/2012/10/09/u-s-sues-wells-fargo-alleging-mortgage-deceit/?_r=1
- Law 360 (2013, 30 de julio). *Understanding The Contents of a Chapter 11 Plan*. Descargado de <http://www.friedfrank.com/siteFiles/Publications/Understanding%20The%20Contents%20Of%20A%20Chapter%2011%20Plan.pdf>
- Lee, K. y Moyen, N. (2015). *Optimal Liberalization of Financial Markets*. Descargado de <http://leeds-faculty.colorado.edu/moyen/research/optlib.pdf>
- Legalpub.com (2015). *U.S. Bankruptcy Code & Rules Booklet*. Descargado de <http://www.legalpub.com/images/sample-pages/2015-United-States-Bankruptcy-Code-and-Rules-Booklet.pdf>
- Leopold, L. (2010, 24 de abril). Capitalism is Dead, Long Live the Billionaire Bailout Society. *The Huffington Post*. Descargado de http://www.huffingtonpost.com/les-leopold/capitalism-is-dead-long-l_b_471180.html
- Livshits, I., MacGee, James & Terlit, M. (2003, enero). *Consumer Bankruptcy: A Fresh Start. Working Paper 617: The Federal Reserve Bank of Minneapolis*. Descargado de <https://www.minneapolisfed.org/research/wp/wp617.pdf>
- López, R. et al. (2015). Crisis Financieras Internacionales y Mercados Emergentes. *Eumet.net*. Descargado de <http://www.eumed.net/ce/nahuel-crisis.htm>
- Loungani, P. (2010). *Housing Prices: More Room to Fall?* Finance and Development, Marzo 2010. Descargado de

- <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/03/pdf/loungani.pdf>
- Lusardi, A. y Mitchell, O. (201). *The Economic Importance of Financial Literacy; Theory and Evidence*. Journal of Economic Literature. Descargado de <http://www.umass.edu/preferen/You%20Must%20Read%20This/Financial%20Literacy%20JEP%202014.pdf>
- Madoff Investment Scandal (2015). *Project Gutenberg Self-Publishing Press*. Descargado de http://self.gutenberg.org/articles/madoff_investment_scandal
- Maffei, M. (2009). *A Prime Brokers Good Faith Defense to Fraudulent Transfers*. St. John's Bankruptcy Research Library. Descargado de <http://www.stjohns.edu/sites/default/files/documents/law/bankruptcy/bank-research2009-no-22.pdf>
- Maglich, J. (2012, 20 de diciembre). Meet the Madoff Victims that Profited from Their Investment. *Forbes*. Descargado de <http://www.forbes.com/sites/jordanmaglich/2012/12/20/meet-the-madoff-victims-that-profited-from-their-investment/>
- Manda, K. (2010). *Stock Market Volatility During the 2008 Financial Crisis*. (Tesis doctoral no publicada). Universidad de Nueva York, Nueva York. Descargado de https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/uat_024308.pdf, p. 2.
- Marraco, M. (2015, 24 de septiembre). Condenan a los Administradores de Fórum a Pagar Más de 2.200 Millones Nueve Años Después de Estallar el Caso. *El Mundo*. Descargado de <http://www.elmundo.es/economia/2015/09/24/5603df90268e3e2b1a8b4587.html>
- Martin, N. (2005, 22 de mayo). Leans very heavily towards short sellers! Sticky Situation. *Siliconinvestor.com*. Descargado de <http://www.siliconinvestor.com/readmsgs.aspx?subjectid=23668&msgnum=137&batchsize=10&batchtype=Next>
- Martínez Espín, P. (2015). *Nuevo Régimen de Transparencia y Protección de Clientes Bancarios, Centro de Estudios de Consumo (CESCO)*. Descargado de

<https://www.uclm.es/centro/cesco/pdf/trabajos/4/2012/Nuevo%20regimen%20de%20transparencia%20y%20protecci%C3%B3n%20del%20cliente%20de%20servicios%20bancarios.pdf>

Matías, G. (1984, 13 de enero). La Sociedad Fidecaya, en la Movida de Rumasa.

El País. Descargado de http://elpais.com/diario/1984/01/13/sociedad/442796402_850215.html

Matthews, C. (2014, 25 de marzo). Five Former Employees of Bernie Madoff Found

Guilty of Fraud. *The Wall Street Journal*. Descargado de <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304679404579459551977535482>

Maudos, J. (2015). *El Impacto de la Crisis en los Bancos Españoles: 2007-2010*, p.

7. Descargado de <http://www.uv.es/maudosj/publicaciones/Impacto%20crisis%20banca2011.pdf>

Maudos, J. y Fernández de Guevara, J. (2008). *El Sector Bancario Español en el Contexto Internacional. Evolución Reciente y Retos Futuros*. Fundación BBVA. p. 81

Mazo, E. (2014, 24 de diciembre). Las Víctimas de Madoff Recuperan el 60% del

Capital Perdido. *expansión.com*. Descargado de <http://www.expansion.com/2014/12/24/mercados/1419436796.html>

McKenna, F. (2015, 16 de julio). Dodd-Frank Rule to Curb Bank Incentive Pay Likely

Last to Finish Line. *Market Watch*. Descargado de <http://www.marketwatch.com/story/dodd-frank-rule-to-curb-bank-incentive-pay-likely-last-to-finish-line-2015-07-16>

McKinsey and Company (2012). *McKinsey Private Banking Survey 2012. Finding a*

new footing. Descargado de http://www.mckinsey.com/~media/mckinsey%20offices/switzerland/latest%20thinking/mckinsey_private_banking_survey_2012.ashx

Menon, J. (2008, 13 de octubre). RBS, HBOS, Lloyds Get 37 Billion-Pound U.K.

Bailout. *Bloomberg*. Descargado de <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&refer=home&sid=aJWIZwrlalvM>

Millán, F. (2011). *Los Sistemas y Plataformas de Negociación en España. Tipos de*

- Operaciones y Órdenes. Jornadas sobre la modernización de los mercados y los retos de su supervisión.* Descargado de <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/01/1FcoMillan.pdf>
- Monaghan, A. (2009, 8 de enero). Bank of England Cuts Interest Rates to Lowest in More than 300 Years. *The Telegraph*. Descargado de <http://www.telegraph.co.uk/finance/recession/4175063/Bank-of-England-cuts-interest-rates-to-lowest-in-more-than-300-years.html>
- Morales, J.M. (2012, 19 de diciembre). Historia de la Banca y de los Bancos Centrales. *malestarcidudano.com*. Descargado de <http://malestarcidudano.com/2012/12/19/historia-de-la-banca-y-de-los-bancos-centrales/>
- Moreno, A. (2007, 14 de febrero). La CNMV conocía en 1999 que Fórum y Afinsa Eran Financieras y Ejercían como Tales sin Autorización. *eleconomistaamerica.com*. Descargado de <http://www.eleconomistaamerica.com/economia/noticias/330976/12/07/La-CNMV-conocia-en-1999-que-Forum-y-Afinsa-eran-financieras-y-ejercian-como-tales-sin-autorizacion.html#.Kku8RHXM7qdoiBK>
- Mullaney, T. y McCoy, K. (2014, 7 de enero). JPMorgan Pays \$2.6 Billion in Madoff Settlements. *USA Today*. Descargado de <http://www.usatoday.com/story/money/business/2014/01/07/jpmorgan-fined-in-madoff-case/4354087/>
- Murray, T. (2013, 19 de marzo). The Case of Bail-Ins to Resolve Failing Banks. *The Financialist*. Descargado de <http://www.thefinancialist.com/the-case-for-bail-ins-as-a-way-to-resolve-failing-banks-wilson-ervin/>
- Nanto, D. (1998, 6 de febrero). *The 1997-1998 Asian Financial Crisis*. Descargado de <http://fas.org/man/crs/crs-asia2.htm>
- National Archives (2015). *Teaching with Documents: FDR's Fireside Chat on the Purposes and Foundations of the Recovery Program*. Descargado de <http://www.archives.gov/education/lessons/fdr-fireside/>
- National Conference State Legislators (2015). *National Mortgage Settlement Summary*. Descargado de <http://www.ncsl.org/research/financial-services-and-commerce/national-mortgage-settlement-summary.aspx>
- National District Attorneys Association (2015). *White Collar Crime*. Descargado de

http://www.ndaa.org/whitecollar_home.html

Navarro, J. (2011, 17 de agosto). *Arcadi Oliveres: "El Movimiento 15-M no Debería Constituirse Nunca en un partido Político"*. Entrevista al profesor Arcadi Oliveres. Revista Rambla. Descargado de <http://www.revistarambla.com/v1/sociedad/entrevistas/721-arcadi-oliveres-el-movimiento-15-m-no-deberia-constituirse-nunca-en-un-partido-politico>

Neumeister, L. (2009, 14 de marzo). Madoff, Wife's Assets Total Nearly \$1 Billion. *SFGate*. Descargado de <http://www.sfgate.com/news/article/Madoff-wife-s-assets-total-nearly-1-billion-3247969.php>

Newsmax (2008, 01 de octubre). *Clinton: Deregulation Not to Blame for Crisis*. Descargado de <http://www.moneynews.com/StreetTalk/deregulation/2008/10/01/id/325666>

Nogueras, Q. (2013, 17 de enero). *El Retorno al Equilibrio: Parte 3 – Recursos Naturales*. Entrevista al profesor Arcadi Oliveres. Con Ojos de Gata. Descargado de <https://conojosdegata.wordpress.com/2013/01/17/el-retorno-al-equilibrio-parte-3-recursos-naturales/>

NonProfit Quarterly (2012, 17 de abril). *Should Charities Be Protected from the Claws of Fraudulent Transfer Laws?* Descargado de <https://nonprofitquarterly.org/2012/04/17/should-charities-be-protected-from-the-claws-of-fraudulent-transfer-laws/>

Office of the Kansas Securities Commissioner (2015). *History*. Descargado de <http://www.ksc.ks.gov/index.aspx?NID=154>

Officer of the Comptroller of the Currency (2015). *Community Reinvestment Act (CRA)*. Descargado de <http://www.occ.gov/topics/compliance-bsa/cra/index-cra.html>

Onaran, Y. y Leondis, A. (2010, 20 de octubre). Banks Bailout Returns 8.2% Beating Treasury Yields. *Bloomberg*. Descargado de <http://www.bloomberg.com/news/2010-10-20/bailout-of-wall-street-returns-8-2-profit-to-taxpayers-beating-treasuries.html>

Organización de las Naciones Unidas (2003). *Directrices de las Naciones Unidas para la Protección al Consumidor*. Descargado de http://www.consumersinternational.org/media/33875/consumption_sp.pdf

Palmieri, C. (2008, 26 de septiembre). JPMorgan Chase to Buy Washington Mutual.

- Bloomberg Business. Descargado de <http://www.bloomberg.com/bw/stories/2008-09-26/jpmorgan-chase-to-buy-washington-mutualbusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice>
- Pancorbo, A. (2002). *Basilea II: Las Nuevas Normas Internacionales de Solvencia. ICE: Sistema Financiero: Novedades y Tendencias*, Núm. 801. Descargado de http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE_801_35-50_99DA3C1D54358A40D8904EAF9753D2E1.pdf
- PBS (2015). The Long Demise of Glass-Steagall. *Frontline*. Descargado de <http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/shows/wallstreet/weill/demise.html>
- Peláez Rodríguez, E. (2011). *Crisis Financiera y Crisis Económica*. Cuadernos de Formación. Colaboración 8/11, Volumen 12/2011. Descargado de http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/cuadernos_formation/12_2011/08_11.pdf
- Pérez, C. (2012, 5 de junio). *La Crisis en España: Cronología Desde 2008*. RTVE. Descargado de <http://www.rtve.es/noticias/20120605/crisis-espana-cronologia-desde-2008/533400.shtml>
- Phelps, K. y Rhodes, S. (2012). *The Battle of Forfeited Assets: Third Party Claims and Cooperation Agreements*. Descargado de http://www.theponzibook.com/ABA_2012_Spring_Meeting_Phelps_Rhodes_Forfeiture.pdf
- Pozzi, S. (2008, 17 de diciembre). EEUU baja los tipos de interés casi al 0%. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/2008/12/17/economia/1229468401_850215.html
- Prats Albentosa, L. (2013, 13 de noviembre). *El Acuerdo Extrajudicial de Pagos y la Mediación Concursal en la Ley de Emprendedores*. Abogacía Española. Descargado de <http://www.abogacia.es/2013/11/13/el-acuerdo-extrajudicial-de-pagos-y-la-mediacion-concursal-en-la-ley-de-emprendedores/>
- Pricewaterhouse Coopers (2013). *CFPB Mortgage Servicing Standards. An anlysis of the Consumer Financial Protection Bureau's Real Estate Settlement Procedures Act (Regulation X) and Truth in Lending Act (Regulation Z) Servicing Financial Rules*. Descargado de http://www.pwc.com/en_US/us/consumer-finance/publications/assets/pwc-

[cfpb-mortgage-servicing-standard-respa-tila.pdf](#)

Public Company Accounting Oversight Board (2015). *PCAOB Oversees The Auditors of Companies to Protect Investors*. Descargado de <http://pcaobus.org/Pages/default.aspx>

Rattner, M. (2001). *The Statute of Limitations Under the Uniform Fraudulent Transfer Act: New Jersey's View*. The Banking Law Journal. Descargado de <http://riker.com/publications/the-statute-of-limitations-under-the-uniform-fraudulent-transfer-act-nj-vie>

RCB Fund Services (2015). *About the Special Master*. The Madoff Victim Fund. Descargado de http://madoffvictimfund.com/About_Richard_Breeden.shtml

RCB Fund Services (2015). *Frequently Asked Questions*. The Madoff Victim Fund. Descargado de <http://madoffvictimfund.com/FAQ.shtml>

RCB Fund Services (2015). *May 2015 Update from the Special Master*. The Madoff Victim Fund. Descargado de <http://madoffvictimfund.com/>

Reclamador (2015, 22 de enero). *El Banco de España Desvela que las Reclamaciones de Cláusula Suelo se Ganan*. Descargado de <https://www.reclamador.es/blog/el-banco-de-espana-desvela-que-las-reclamaciones-de-clausula-suelo-se-ganan/>

Recovery.gov (2015, 27 de agosto). *The Recovery Act*. Descargado de http://www.recovery.gov/arra/About/Pages/The_Act.aspx

Reich, R. (2010, 10 de abril). *Wall Street's Global Race to the Bottom*. Descargado de <http://robertreich.org/post/1245725732>

Reinhart, C. y Rogoff, K. (2008, 17 de diciembre). *Banking Crises: An Equal Opportunity Menace*. Descargado de http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/banking_crises.pdf

Reuters (2007, 18 de agosto). *La Reserva Federal Entra en Acción*. Descargado de <http://www.elmundo.es/mundodinero/2007/08/18/economia/1187401126.html>

Reuters (2011, 20 de noviembre). *Cronología-La Crisis Económica en España*. Descargado de <http://lta.reuters.com/article/idLTASIE7AJ01620111120?pageNumber=2&virtualBrandChannel=0>

Reuters (2013, 10 de abril). *Madoff Victims' Can't Sue SEC, Appeals Court Says*.

- Chicago Tribune*. Descargado de http://articles.chicagotribune.com/2013-04-10/business/chi-madoff-victims-cant-sue-sec-appeals-court-says-20130410_1_sec-inspector-general-irving-picard-madoff-investment-securities-llc
- Reuters (2014, 6 de octubre). *Los Gestores de Afinsa, Condenados a Cubrir Un Déficit de 1.825 Millones*. Descargado de <http://es.reuters.com/article/businessNews/idESKCN0HV0WE20141006>
- Rickards, J. (2012, 27 de Agosto). Repeal of Glass-Steagall Caused the Financial Crisis. *The U.S. News*. Descargado de <http://www.usnews.com/opinion/blogs/economic-intelligence/2012/08/27/repeal-of-glass-steagall-caused-the-financial-crisis>
- Ritholtz, B. (2012, 4 de agosto). Repeal of Glass-Steagall: Not a cause, But a Multiplier. *The Washington Post*. Descargado de http://www.washingtonpost.com/repeal-of-glass-steagall-not-a-cause-but-a-multiplier/2012/08/02/gJQAuvvRXX_story.html
- Roa García, M. J. (2010). *Racionalidad, Uso de Información y Decisiones Financieras*. CIDE. Descargado de <http://www.cide.edu/publicaciones/status/dts/DTE%20478.pdf>
- Rodríguez Braun, C. (2013, 3 de junio). *Robar a Pedro para Pagar a Pablo*. Descargado de http://www.carlosrodriguezbraun.com/files/2013/06/pagina_03062013132025.html
- Rodríguez del Valle, J. (2014, 2 de enero). *La Programación de la Gran Depresión*. Blog HistoJuli. Descargado de <http://histojuli.blogspot.com/2014/01/la-programacion-de-la-gran-depresion.html>
- Rodríguez López, J. (2014). *Ejecuciones Hipotecarias. Un Año de la Ley 1/2013*. Descargado de <http://www.notariosyregistradores.com/doctrina/ARTICULOS/2014-ejecuciones-hipotecarias.htm>
- Rojo Fernández-Río, A. (2005, 13 de junio). *Dictamen sobre la Naturaleza de la Actividad de Comercialización de Sellos en el Marco de un Programa de Inversión Filatélica Dirigida*. Descargado de <http://www.eleconomista.es/imag/documentos/dictamen.pdf>

- Rosenblatt, E. (2014). *FINRA Regulation of Broker-Dealer Due Diligence Regulation D Offerings*. Thomson Reuters. Descargado de <https://www.mcguirewoods.com/news-resources/publications/FINRA-Regulation-Broker-Dealer.pdf>
- Salas, C. (2013, 14 de septiembre). Cinco Años del Estallido de la Crisis: ¿Cuál fue el origen? ¿Por qué Lehman Desató el Caos? ¿Cómo llegó a España? *lainformacion.com*. Descargado de http://noticias.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/mercados-y-bolsas/cinco-anos-del-estallido-de-la-crisis-cual-fue-el-origen-por-que-lehman-desato-el-caos-como-llego-a-espana_x26uwJsQkUOf5YfxCNID1/
- Salvador Armendariz, M. (2015). *Una Aproximación a la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*. Descargado de http://www.navarra.es/appsext/DescargarFichero/default.aspx?fichero=RJ_34_I_3.pdf&codigoAcceso=PdfRevistaJuridica
- Sanati, C. (2009, 12 de noviembre). 10 Years Late, Looking at Repeal of Glass-Steagall. *The New York Times*. Descargado de http://dealbook.nytimes.com/2009/11/12/10-years-later-looking-at-repeal-of-glass-steagall/?_r=0
- Sánchez Mendoza, J. (2015, 21 de mayo). *Fórum y Afinsa: Atrapados por su Ambición Nueve Años Después*. Capital Madrid. Descargado de <https://www.capitalmadrid.com/2015/5/21/38206/forum-y-afinsa-atrapados-por-su-ambicion-nueve-anos-despues.html>
- Sarkar, D. (2015). *Securities Exchange Act of 1934*. Legal Information Institute. Descargado de https://www.law.cornell.edu/wex/securities_exchange_act_of_1934
- Scarpetta, S. (2008, 2 de julio). *Labour market discrimination still a big problem in OECD countries*. OECD. Descargado de <http://www.oecd.org/unitedstates/labourmarketdiscriminationstillabigproblemoeecdountries.htm>
- Securities and Exchange Commission (2011). *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers*. Descargado de <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>
- Securities and Exchange Commission (2013). *Regulation of Investment Advisers*.

Descargado de https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf
 Securities and Exchange Commission (2015). *Amendments to Form ADV*.
 Descargado de <http://www.sec.gov/rules/final/2010/ia-3060.pdf>
 Securities and Exchange Commission (2015). *Credit Rating Agencies*. Descargado de <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/creditratingagencies.shtml>
 Securities and Exchange Commission (2015). *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*. Descargado de <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>
 Securities and Exchange Commission (2015). *Guide to Broker-Dealer Registration*.
 Descargado de <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/bdguide.htm>
 Securities and Exchange Commission (2015). *Hedge Funds – A New Era of Transparency Opens*. Discurso dado por la Jefa de la SEC, Mary Jo White.
 Descargado de <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370539892574>
 Securities and Exchange Commission (2015). *Important Information About EDGAR*.
 Descargado de <http://www.sec.gov/edgar/aboutedgar.htm>
 Securities and Exchange Commission (2015). *Investment Companies*. Descargado de <http://www.sec.gov/answers/mfinvco.htm>
 Securities and Exchange Commission (2015). *Investor Complaints and Questions*.
 Descargado de <http://www.sec.gov/news/data.htm>
 Securities and Exchange Commission (2015). *Ponzi Schemes*. Descargado de <http://www.sec.gov/answers/ponzi.htm>
 Securities and Exchange Commission (2015). *Registration Under the Securities Act of 1933*. Descargado de <http://www.sec.gov/answers/regs33.htm>
 Securities and Exchange Commission (2015). *Regulation Analyst Certification*.
 Descargado de <https://www.sec.gov/rules/final/33-8193.htm>
 Securities and Exchange Commission (2015). *The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors Maintains Market Integrity, and Facilitates Market Formation*. Descargado de <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>
 Securities and Exchange Commission (2015). *The SEC's Office of Investor Education and Advocacy*. Descargado de <http://www.sec.gov/investor/pubs/aboutoiea.htm>
 Securities and Exchange Commission (2015). *Welcome to the Office of the*

- Whistleblower*. Descargado de <http://www.sec.gov/whistleblower>
- Seminari D'Economia Crítica Taifa (2015, 27 de agosto). *De la Crisis Financiera a la Crisis Económica. La Complejidad de la Crisis y sus Consecuencias*. Descargado de <http://informes.seminaritaifa.org/de-la-crisis-financiera-a-la-crisis-economica-la-complejidad-de-la-crisis-y-sus-consecuencias/>
- Sempere Luque, J.M. (2014, abril). *Cuando la inversión filatélica es una engaño*. Descargado en <http://filateliadigital.com/471/>
- Sempere Luque, J.M. (2015, enero). *La falsa inversión filatélica*. Descargado de <http://filateliadigital.com/la-falsa-inversion-filatelica/>
- Senserrich, R. (2010, 21 de abril). Por qué Destruir Empleo es Bueno. Politikon. Descargado de <http://politikon.es/2010/04/21/por-que-destruir-empleo-es-bueno/#>.
- Shah, A. (2011, 7 de noviembre). Public Protests Around the World. *globalissues.org*. Descargado de <http://www.globalissues.org/article/45/public-protests-around-the-world>
- Sholem, M. (2014, mayo). *A View From Brussels. The Lamfalussy Process at 13 – Troublesome Teenage Years Ahead?* Slaughter and May. Descargado de <http://www.slaughterandmay.com/media/2170902/a-view-from-brussels-the-lamfalussy-process-at-13-troublesome-teenage-years-ahead.pdf>
- Silber, W. (2009). *Why Did FDR's Bank Holiday Succeed?* FRBNY Economic Policy Review. Descargado de <http://www.newyorkfed.org/research/epr/09v15n1/0907silb.html>
- SIPC (2014). *Annual Report. Securities Investor. Protection Corporation*. p. 8. Descargado de <http://www.sipc.org/Content/media/annual-reports/2014-annual-report.pdf>.
- SIPC (2015). *Protecting Yourself Against Fraud*. Descargado de <http://www.sipc.org/for-investors/protecting-against-fraud>
- Smith, R. (1992, 16 de diciembre). Wall Street Mystery Features a Big Board Rival. *The Wall Street Journal*. Descargado de <http://www.wsj.com/articles/SB122909929808301893>
- Spatt, C. (2015). *Speech by SEC Staff: "Penalties and Sanctions for Securities Fraud": Remarks Before the American Economic Association*. Descargado de <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch010607css.htm>

- Spiegel (2009, 13 de enero). *Help for Europe's Biggest Economy: Germany Seals 50 Billion Euro Stimulus Plan*. Descargado de <http://www.spiegel.de/international/germany/help-for-europe-s-biggest-economy-germany-seals-50-billion-euro-stimulus-plan-a-600977.html>
- Stephey, M. J. (2008, 21 de octubre). A Brief Story of Bretton Woods System. *The Time*. Descargado de <http://content.time.com/time/business/article/0,8599,1852254,00.html>
- Sur.es (2008, 27 de marzo). *Macrojuicio de Escándalo. Estos son los Hechos más relevantes Relacionados con el Caso Gescartera*. Descargado de <http://www.diariosur.es/20080327/economia/cronologia-200803271244.html>
- The Economist (2007, 18 de octubre). *Northern Rock. Lesson of the Fall*. Descargado de <http://www.economist.com/node/9988865>
- The Economist (2008, 22 de septiembre). *Who's at Fault?* Descargado de http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2008/09/whos_at_fault
- The Economist (2013, 7 de septiembre). *The origins of the financial crisis, Crash course*. Descargado de <http://www.economist.com/news/schoolsbrief/21584534-effects-financial-crisis-are-still-being-felt-five-years-article>
- The Economist (2015, 29 de Agosto). *The Slumps That Shaped Modern Finance*. Descargado de <http://www.economist.com/news/essays/21600451-finance-not-merely-prone-crises-it-shaped-them-five-historical-crises-show-how-aspects-today-s-fina>
- The European Commission (2015). *Capital Requirements Directive: Repealed*. Descargado de http://ec.europa.eu/finance/bank/regcapital/repealed-legislation/index_en.htm
- The Financial Services Committee (2015). *The Dodd-Frank Act and the Persistence of "Too Big to Fail"*. Descargado de http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/tbtf_dodd_frank.pdf, p.4.
- The Guardian (2011, 17 de octubre). *Financial Crisis Protests: The World Versus the Bankers*. Descargado de <http://www.theguardian.com/commentisfree/2011/oct/17/editorial-financialprotests-world-bankers>
- The High Level Group of Financial Supervision in the EU (2009). *Report Larosière*.

- Descargado de http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf
- The Madoff Recovery Initiative (2015). *SIPA Liquidation Claim Process*. Descargado de <http://www.madofftrustee.com/claims-03.html>
- The Madoff Recovery Initiative (2015). *Recoveries, Distributions, and SIPC Commitment*. Descargado de <http://www.madofftrustee.com/recoveries-distributions-sipc-commitment-00.html>
- The New York Times (2015, 28 de agosto). *Bretton Woods System*. Descargado de http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/subjects/b/bretton_woods_system/index.html
- The New York Times (2015). *Glass-Steagall Act (1933)*. Descargado de http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/subjects/g/glass_steagall_act_1933/index.html
- The Social Studies Help Center (2015). *How Did Roosevelt's New Deal Go About Fixing the Problems of the Great Depression?* Descargado de http://www.socialstudieshelp.com/lesson_86_notes.htm
- The U.S. Congress (2015). *A Century of Law Making for a New Nation: U.S. Congressional Documents and Debates, 1774-1875*. Annals of Congress, House of Representatives, 1st Congress, 2nd Session The Library of Congress. Descargado de <http://memory.loc.gov/cgi-bin/ampage?collId=llac&fileName=002/llac002.db&recNum=245>
- The United States Department of Treasury (2015). *History of Anti-Money Laundering Laws*. Descargado de http://www.fincen.gov/news_room/aml_history.html
- The Wall Street Journal (2009, 9 de marzo). *Madoff's Victims*. Descargado de http://s.wsj.net/public/resources/documents/st_madoff_victims_20081215.html
- The White House (2007). *President Bush Signs H.R. 3648, The Mortgage Foregiveness Debt Relief Act of 2007*. Descargado de <http://georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2007/12/20071220-3.html>
- The World Bank (2013). *Global Survey on Consumer Protection and Financial Literacy: Results Brief*. Descargado de

<http://responsiblefinance.worldbank.org/surveys/~media/GIAWB/FL/Documents/Publications/Gbal-Consumer-Protection-and-Financial-Literacy-results-brief.ashx>

Thomas, B. et al (2011, 27 de enero). What Caused the Financial Crisis? *The Wall Street Journal*. Descargado de <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704698004576104500524998280.html>

Time (2015, 27 de agosto). *25 People to Blame for the Financial Crisis*. Descargado de <http://content.time.com/time/specials/packages/completelist/0,29569,1877351,00.html>

Traducción Jurídica (2013, 21 de junio). *El Precedente Judicial en el "Common Law"*. Descargado de <http://traduccionjuridica.es/el-precedente-judicial-en-el-common-law/>

U.S. Department of Justice (2015). *Participants and Roles*. Descargado de <http://www.justice.gov/afp/participants-and-roles>

U.S. Department of State (2015). *Office of the Ombudsman*. Descargado de <http://www.state.gov/s/ombudsman/>

U.S. Department of Treasury (2013, 25 de abril). *Financial Stability Oversight Council: Home*. Descargado de <http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Pages/home.aspx>

U.S. Department of Treasury (2015). *History of Anti-Money Laundering Law*. Descargado de http://www.fincen.gov/news_room/aml_history.html

U.S. Securities and Exchange Commission (2009). *Investigation of Failure of the SEC to Uncover Bernard Madoff's Ponzi Scheme - Public Version*. Descargado de <https://www.sec.gov/news/studies/2009/oig-509.pdf>

U.S. Senate (2008, 22 de octubre). *Credit Rating Agencies and The Financial Crisis*. Descargado de <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-110hhrq51103/html/CHRG-110hhrq51103.htm>

UBS (2007, 31 de octubre). *UBS Exposure to Subprime Market (Q3 2007)*. Descargado de https://www.ubs.com/global/en/about_ubs/about_us/news/news.html/en/2007/10/30/2007_10_30b.html

- United States Senate (2009). *The Madoff Investment Securities Fraud: Regulatory and Oversight and the Need for Reform*. Audiencia ante la Comisión de Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos del Senado de los Estados Unidos. 111^º Congreso. Descargado de <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-111shrg50465/html/CHRG-111shrg50465.htm>
- United States Courts (2015, 8 de agosto). *Chapter 11 – Bankruptcy Basics*. Descargado de <http://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics>
- United States Courts (2015, 8 de agosto). *Chapter 15 – Bankruptcy Basics*. Descargado de <http://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-15-bankruptcy-basics>
- Universidad de Pennsylvania (2007, 6 de diciembre). *The Anatomy of the Financial Crises: Understanding Their Causes and Consequences*. Descargado de <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/the-anatomy-of-financial-crises-understanding-their-causes-and-consequences/>
- Universidad de Pennsylvania (2009, 16 de diciembre) *¿Quiénes son los Responsables de la Crisis Financiera?* Descargado de <https://www.knowledgeatwharton.com.es/article/quienes-son-los-responsables-de-la-crisis-financiera/>
- Universidad de Pennsylvania (2013, 19 de julio). *From the Global Financial Crisis, Lessons Only Partially Learned*. Descargado de <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/from-the-global-financial-crisis-lessons-only-partially-learned/>
- USA Today (2013, 09 de septiembre). *Timeline: Key Events in the Financial Crisis*. Descargado de <http://www.usatoday.com/story/money/business/2013/09/08/chronology-2008-financial-crisis-lehman/2779515/>
- Velásquez-Gastelú, J.P. (2007, 10 de agosto). El BCE Acude en Ayuda de los Bancos ante el Riesgo de una Grave Crisis de Liquidez. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/2007/08/10/economia/1186696801_850215.html
- Voigt, C. (2015, 22 de enero). *Return of the Concentration Rule*. Descargado de <http://regulation.fidessa.com/2015/01/22/return-of-the-concentration-rule/>
- Wegman, J. (2015). *Impact of the Sarbanes-Oxley Act on Accountant Liability*.

- Descargado de <http://www.webpages.uidaho.edu/wegman/JerryWegmanPapers/Wegman-aleri-award-website.htm>
- Weissman, R. (2009, 19 de noviembre). *Reflections on Glass-Steagall and Maniacal Deregulation. Common Dreams*. Descargado de <http://www.commondreams.org/views/2009/11/12/reflections-glass-steagall-and-maniacal-deregulation>
- Weissman, R. (2009, 22 de noviembre). *10 Años Después del Fin de la Ley Glass-Steagall. Desregulación Maníaca*. Descargado de <http://www.sinpermiso.info/textos/index.php?id=2917>
- Wharton University (2009, 29 de diciembre). Crisis Financiera: ¿Quiénes son los Responsables? *América Economía*. Descargado de <http://mba.americaeconomia.com/articulos/reportajes/crisis-financiera-quienes-son-los-responsables>
- White, L. (2015, 28 de junio). *The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999: A Bridge Too Far? Or Not Far Enough?* Descargado de http://web-docs.stern.nyu.edu/old_web/economics/docs/workingpapers/2010/White_The%20Gramm-Leach-Bliley%20Act%20of%201999.pdf
- William Black on the Deregulated Race To Financial Ruin (2012, 08 de octubre). *Wall of Controversy*. Descargado de <http://wallofcontroversy.wordpress.com/2012/10/08/william-black-on-the-deregulated-race-to-financial-ruin/>
- Wright, G. (2015). *The Umbrella of Liberalism*. Descargado de <http://www.csuchico.edu/~gwright/intro.htm>
- Wright, T. (2015, 21 de abril). Debt Piles Up in Asia, Threatening Growth. *The Wall Street Journal*. Descargado de <http://www.wsj.com/articles/debt-piles-up-in-asia-threatening-growth-1429645244>
- Yoldi, J. (1984, 13 de enero). La Audiencia Nacional Procesa por Presunta Estafa a Tres Últimos Propietarios de la Entidad de Ahorro Ficaya. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/1984/01/13/sociedad/442796401_850215.html
- Yoldi, J. (1984, 28 de enero). El Juez Revoca el Procesamiento de Edmundo Alfaro en el “Caso Ficaya”. *El País*. Descargado de

- http://elpais.com/diario/1984/01/28/sociedad/444092409_850215.html
- Yoldi, J. (1987, 21 de mayo). El Juicio de Sofico Inicia el Lunes, Después de 13 Años. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/1987/05/21/sociedad/548546403_850215.html
- Yoldi, J. (1987, 31 de octubre). Eugenio Peydró Dueño de Sofico, Condenado a Nueve Años de Cárcel por Estafa y Falsedad. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/1987/10/31/sociedad/562633209_850215.html
- Yoldi, J. (1989, 18 de noviembre). Estupor e Indignación en la Audiencia Nacional por la Petición Fiscal de Archivar el “Caso Fidecaya”. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/1989/11/18/sociedad/627346804_850215.html
- Yoldi, J. (2009, 19 de noviembre). Caja Madrid Pagará 26 Millones del Agujero de Gescartera. *El País*. Descargado de http://elpais.com/diario/2009/11/19/espana/1258585218_850215.html
- Zunzunegui, F. (2008). *La Regulación Jurídica Internacional del Derecho Financiero*. Revista de Derecho del Mercado Financiero. Descargado de <https://rdmf.files.wordpress.com/2008/05/zunzunegui-regulacion-juridica-internacional-mercado-financiero.pdf>

SENTENCIAS

- Berro v. Securities and Exchange Commission*, 297 F.2d 116 (2nd Cir. 1961).
- Blue Chip Sellos v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975).
- Brandt v. American Nat'l Bank & Trust Co. of Chicago (In re Foos)*, 188 B.R. 239 (Bank. N.D. Ill. 1995).
- Cunningham v. Brown*, 265 U.S. 1 (1924).
- Donell v. Kowell*, 533 F.3d 762 (9th Cir. 2008).
- Dupuy v. Dupuy*, 511 F.2d 641 (5th Cir. 1975).
- Franklin v. Levy*, 51 F.2d 521 (2d Cir. 1977).
- Goldstein v. Securities and Exchange Commission*, 451 F.3d 873 (D.C. Cir. 2006).
- Hanly v. Securities and Exchange Commission*, 415 F.2d 589 (2d Cir. 1969).
- Hays v. Jimmy Swaggart Ministries*, 263 B.R. 203, 212 (M.D. La. 1999).
- HBE Leasing Corp. v. Frank*, 48 F.3d 623 (2d Cir. 1995).

Hecht v. Malvern Preparatory School, 716 F. Supp. 2d 395 (E.D. Pa. 2010).

Heller Ehrman LLP v. Arnold & Porter, LLP (In re Heller Ehrman LLP), 464 B.R. 348, 2011 U.S. Dist. LEXIS 143223 (N.D. Cal. 2011).

Henry v. Lehman Commercial Paper, Inc. (In re First Alliance Mortgage Co.), 471 F.3d 977 (9th Cir. 2006).

Hirsh v. Arthur Andersen & Co., 72 F.3d 1085 (2d Cir. 1995).

In re Agricultural Research and Technology Group, Inc., 916 F.2d 528 (9th Cir. 1990).

Johnson v. Securities and Exchange Commission, 87 F.3d 484 (D.C.Cir.1996).

Kapila v. Phillips Buick- Pontiac-GMC Truck, Inc. (In re ATM Financial Services, LLC), Bankr. LEXIS 2394 (Bankr. M.D. Fla. June 24, 2011).

Kelley v. JPMorgan Chase & Co., 2011 U.S. Dist. LEXIS 107427 (D. Minn. 2011).

Krys v. Farnum Place, LLC (In re Fairfield Sentry Ltd.), 2014 WL 4783370 (2d Cir. 2014).

Liebersohn v. Campus Crusade for Christ, Inc. (In re C.F. Foods, L.P.), 280 B.R. 103 (Bankr. E.D. Pa. 2002).

Merrill v. Abbott (In re Independent Clearing House Co.), 77 B.R. 843 (D. Utah 1987).

Scholes v. African Enterprise, Inc., 854 F.Supp. 1315 (N.D.Ill. 1994).

Scholes v. Lehman, 56 F. 3d 750 (7th Cir. 1995).

SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180 (1963).

SEC v. Madoff, No. 08-10791 (S.D.N.Y. 2008).

Securities and Exchange Commission v. Caternicchia, 613 F.2d 102 (5th Cir. 1980).

Sentencia de la Audiencia Nacional 2/2012, de 9 de enero

Sentencia de la Audiencia Nacional No. 18/08, de 25 de marzo de 2008

Sentencia del Tribunal Supremo 6996/2009, de 13 de octubre

Sentencia del Tribunal Supremo 2972/1988, de 25 de abril

Sentencia del Tribunal Supremo 986/2009, de 13 de octubre

Sentencia nº 324/2012 de Tribunal Supremo, Sala 2ª, de lo Penal, 10 de Mayo de 2012

Stanziale v. Sutton (In re Dwek), 2011 Bankr. LEXIS 223 (Bankr. D.N.J. 2011).

Stern v. Marshall, 131 S. Ct. 2594 (2011).

Unleashed Innovations, Inc. v. Deltic Timber Corp., 82 Fed. Appx. 496 (8th Cir.

2003).

XL/Datacomp, Inc. v. Wilson (In re Omegas Group, Inc.), 16 F.3d 1443, 1445 (6th Cir. 1994).