



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

FACULTAD DE CIENCIAS POLÍTICAS Y SOCIALES

**Cooperación internacional en materia regulatoria del
sistema financiero bajo el esquema del Multilateral
Memorandum of Understanding de IOSCO**

T E S I S

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO EN
RELACIONES INTERNACIONALES**

P R E S E N T A

JAVIER MORENO LÓPEZ



**DIRECTORA
DRA. ESMERALDA GARCÍA LADRÓN DE
GUEVARA
CIUDAD DE MÉXICO, 2018**



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

In aeternum

La gloria es aquello que anhelamos y ustedes me lo han dado. Llegar hasta aquí no fue fácil pero se encargaron de hacer de este trayecto el mejor posible. Siempre me acompañaron en los momentos más bellos y en aquellos donde la esperanza se veía lejana; aun así me dieron felicidad y las palabras que me impulsaron a seguir.

Ustedes me regalaron los mejores momentos y si bien, ya no estamos todos aquí, dieron todo para que alcanzara un poco de su gloria y las enseñanzas que ahora son parte de mí.

Mi familia son ustedes, los que creyeron y a su modo me dieron lo mejor de cada uno, gracias por hacer de mí, el mejor de sus deseos.

Índice

Introducción	5
I. Sistema financiero, regulación y estándares internacionales	13
1.1 Regulación del sistema financiero	14
1.2 Cooperación para la supervisión y regulación del sistema financiero	18
1.3 Papel de los organismos reguladores	23
II. International Organization of Securities Commissions	
¿Por qué se funda IOSCO?, ¿Qué pasaba antes de IOSCO?	29
2.1 Sustento legal de IOSCO	31
2.2 Objetivos	35
2.3 Miembros, costos y lineamientos internos	41
2.4 Financiamiento	44
2.5 Comités	48
2.6 ¿Los miembros de IOSCO son sujetos a sanciones?	53
2.7 ¿IOSCO ha contribuido en el desarrollo del sistema financiero internacional?	56
III. Cooperación transfronteriza en la supervisión de entidades reguladas	
Cooperación transfronteriza	62
3.1 Supervisión de las entidades del sistema financiero internacional	65
3.2 ¿Para qué es necesario un instrumento de regulación?	67

3.3 Origen, antecedentes y principios del MOU.....	71
3.4 IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information	
<i>Definición.....</i>	83
3.4.1 Estructura.....	86
3.4.2 Atribuciones legales.....	87
3.4.3 Signatarios.....	97
3.4.4 Sanciones.....	101
3.5 Esfuerzos para la mejora regulatoria.....	102

IV. Prospectiva a la regulación del mercado financiero

<i>Alcances del MMOU desde su implementación y el nacimiento del Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding.....</i>	106
4.1 Nuevos retos para la regulación financiera: Fintech.....	116
4.2 IOSCO y la regulación Fintech.....	126
4.3 Hacia la regulación de las operaciones virtuales.....	135

Consideraciones Finales

<i>Prospectiva al ambiente internacional de cooperación (IOSCO 2020).....</i>	140
<i>Ventajas y desventajas de formar parte del MMOU.....</i>	144
<i>¿Es realmente el MMOU de IOSCO un elemento de inclusión internacional?.....</i>	151
Fuentes de consulta.....	153

Introducción

La creación de un organismo regulador del mercado de valores surge para responder a la necesidad de generar las bases para la optimización del mercado financiero, otorgar protección a los inversionistas y evitar las malas prácticas por parte de los participantes del mercado.

En respuesta a esta necesidad, en 1974 se crea la Asociación Interamericana de Comisiones de Valores (inter-American Association of Securities Commissions). Más tarde, en 1983 se crea la Organización Internacional de Comisiones de Valores (International Organization of Securities Commissions) IOSCO, cuando “once agencias reguladoras de valores de norte y Sudamérica acordaron convertir su asociación regional interamericana en un cuerpo de cooperación internacional. Un año después, reguladores de Francia, Indonesia, Corea del Sur y del Reino Unido se convirtieron en las primeras agencias no americanas en formar parte en esta nueva organización.”¹

IOSCO se consolidó como una organización integral al contar con diversas áreas y comités especializados cuyos objetivos son: “proteger a los inversionistas, fortalecer mercados eficientes y transparentes, prevenir el riesgo sistémico, promover la cooperación internacional y definir estándares uniformes para el mercado de valores y la admisión de valores.”²

En materia de cooperación, para el intercambio de información entre los miembros, “en 2002 IOSCO adoptó el *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information* (IOSCO MMOU), el cual fue diseñado para reforzar el trabajo transfronterizo y el intercambio de información entre los reguladores internacionales de valores.”³ A través de este instrumento, las entidades firmantes pueden compartir información sobre las actividades de los actores financieros

¹ Traducción propia de: IOSCO, *About IOSCO* en https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco , consultado el 23 de febrero de 2018.

² Traducción propia de: FINMA, *International Organization of Securities Commissions*.

³ Traducción propia de: IOSCO, *About IOSCO* en https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco , consultado el 23 de febrero de 2018.

dentro de su jurisdicción con la garantía de que esta no será divulgada y será tratada con confidencialidad.

Este instrumento da pauta para la cooperación internacional en términos de relaciones de poder ya que coadyuva a superar la tensión entre la inclusividad debido a que los Estados pueden colaborar en términos más o menos equivalentes, puesto que los Estados poderosos que controlan los centros económicos importantes pueden promover sus preferencias de manera más efectiva dentro de las organizaciones. En algunos casos, “los Estados con mercados importantes se convierten en reguladores mundiales *de facto*, ya que los productos diseñados para cumplir con los requisitos de estos mercados también se exportan. Además, el formato de las organizaciones, al dividir la regulación global en distintas esferas funcionales, evita los vínculos que podrían haber permitido a los Estados menos poderosos alcanzar un mejor acuerdo con los dominantes.”⁴

Con base en el establecimiento de estos mecanismos, se dan las pautas para replantear la vigencia de la concepción teórica de la cooperación desarrollada durante el siglo XX; misma que plantea que “solo los actores de tamaño similar económica, política y demográficamente pueden participar en intercambios con resultados necesariamente cooperativos. Parece que la teoría de integración pasa por alto algunas consecuencias aparentemente negativas de los intercambios internacionales, mientras que las teorías de dependencia sostienen que los intercambios en contextos del primero al tercer mundo solo conducen a resultados negativos, ignorando muchas de las consecuencias positivas.”⁵ Como parte del proceso de cooperación, los Estados buscan establecer canales de comunicación para instaurar un foro donde puedan manifestar sus inquietudes con respecto a problemáticas que necesitan ser atendidas de forma común y con ello, dar paso a la formulación de estrategias integrales que fomenten el trabajo conjunto.

⁴ Traducción propia de: Stavros Gadinis, *Three Pathways to Global Standards: Private, Regulator and Ministry Networks*, ver Bradford, *supra* nota 7 y 8, *The American Journal of International Law*, Vol. 109, No. 1, Cambridge University Press, 2015, p.8.

⁵ Traducción propia de: W. Ladd Hollist & Thomas H. Johnson, *Political Consequences of International Economic Relations: Alternative Explanations of United States/Latin American Noncooperation*, *The Journal of Politics*, Vol. 41, No. 4 (Nov. 1979), pp. 1125-1155, p. 1127, The University of Chicago Press.

Sin embargo, a pesar de la adopción de instrumentos de esta naturaleza, la regulación integral de los mercados financieros enfrenta diversos obstáculos tales como limitaciones legales y de cooperación integral. “Al identificar tales impedimentos, los reguladores pueden diseñar acuerdos cooperativos que eviten algunos de estos riesgos mientras establecen algún cambio legal o regulatorio necesario a los requisitos que limitan dicha cooperación.”⁶

Actualmente es pertinente el estudio de la cooperación en la regulación del sistema financiero internacional, debido a que este se cierne como la palestra donde interactúan los Estados e influye en la formulación de acuerdos políticos, económicos y sociales. Estos elementos al estar interconectados requieren de un enfoque multidisciplinario para ser comprendidos y estudiados.

Para las Relaciones Internacionales es adecuado el estudio de los retos que enfrentan los Estados para la regulación del sistema financiero, debido a que los actores involucrados operan entre Estados sin compatibilidad jurídica o a través de canales virtuales. Esta incompatibilidad jurídica crea una brecha donde diversas entidades financieras pueden incurrir en ilícitos sin la posibilidad de ser sancionadas.

No obstante, la regulación del mercado financiero ha sido objeto de estudio en la Universidad Nacional Autónoma de México desde múltiples perspectivas con obras como: *El impuesto de cooperación en el Derecho Financiero* (Facultad de Derecho, 1955) de Reynaldo Álvarez Arellano; *Mercados financieros internacionales* (Facultad de Contaduría y Administración, 1981) de Federico Gómez Ríos; *El mercado de derivados para administrar riesgos financieros y fomentar la cooperación internacional dentro del marco de la globalización financiera mundial* (Facultad de Ciencias Políticas y Sociales, 2003) de Vania Elyrne Revilla García e *Importancia de los mecanismos de regulación y supervisión financiera*

⁶ Traducción propia de: Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*. IOSCO, 2010, pp.5.

en el marco de la globalización (1994-2011) (Facultad de Ciencias Políticas y Sociales, 2011)⁷, entre otros.

El eje rector de este proyecto desarrolla el estudio de los mecanismos de cooperación internacional, haciendo énfasis en el estudio de los lineamientos y los compromisos a los que múltiples comisiones de valores alrededor del mundo han adoptado al formar parte de la Organización Internacional de Comisiones de Valores IOSCO.

El objetivo general de esta investigación es el estudio de la interacción entre los Estados miembros de la International Organization of Securities Commissions así como la estructura interna de la organización para conocer la importancia de la regulación del sistema financiero.

El primer objetivo particular busca describir la operatividad de la organización a partir 2002, año en que se modificó la estrategia de cooperación con la implementación del Multilateral Memorandum of Understanding (MMOU); como segundo objetivo particular, se pretende determinar los mecanismos de cooperación transfronteriza en el marco de acción del MMOU analizando sus características y componentes así como limitaciones y vacíos de aplicabilidad.

El tercer objetivo particular puntualiza concebir las características del MMOU para evaluar el funcionamiento del mismo así como las operaciones realizadas bajo este instrumento y como cuarto objetivo particular, se trazó definir los retos que tendrá que enfrentar IOSCO en cuestiones de aplicabilidad del MMOU y la implementación de nuevas tecnologías dentro del sistema financiero.

La investigación busca demostrar si la pertenencia a IOSCO y la firma del MMOU trae beneficios a sus signatarios como resultado del ingreso a una red de intercambio de información y de homogenización regulatoria y, así conocer si el MMOU funciona como un

⁷ Estas obras pueden consultarse en TESIUNAM <http://oreon.dgbiblio.unam.mx/F?RN=313745041> con excepción de *El impuesto de cooperación en el Derecho Financiero y Mercados financieros internacionales*, ambas publicaciones se encuentran en la facultad de Derecho y la Facultad de Contaduría y Administración respectivamente.

instrumento de inclusión internacional donde los signatarios colaboran en condiciones de equidad con sus contrapartes y cuentan con acceso a programas de asistencia para la regulación del mercado financiero doméstico.

El marco teórico de esta investigación considera el enfoque de la *Real Politique* de Raymond Aaron y sus postulados dispuestos en obras como *Paix et Guerre* donde expone conceptos como el de la *conducta diplomático-estratégica*, misma que es indeterminada debido a su dinamismo basado en los intereses del Estado. Este postulado dispuesto en 1962 explica una postura en la que los Estados han encontrado una alternativa a la guerra, donde la diplomacia dicta la conducta de la política internacional y la protección de sus intereses por la vía de la palabra.⁸

El concepto de la conducta diplomático-estratégica permite una explicación más precisa a la interacción entre los Estados, misma que culmina en la cooperación para la regulación del sistema financiero. Este ejercicio de voluntad de los Estados para crear IOSCO responde al ejercicio diplomático por medio del cual los Estados pueden ejercer su influencia sobre otros y atender a sus intereses.

En complemento a este enfoque, es pertinente contar con una perspectiva que aborde el estudio de la sociedad internacional en una era posterior al sistema bipolar dado que “el sistema internacional ya no es simplemente un sistema de estados; más bien, se está caracterizando cada vez más por una estructura plural y compuesta, [...] denominada *plurilateral*.”⁹

Dicha óptica *neo realista*, es considerada por Philip G. Cerny en su obra *Globalization and the Changing Logic of Collective Action* (1995) donde afirma que la sociedad internacional se encuentra regida por la globalización, misma que define como “un conjunto de

⁸ Cfr. Iñaki Aguirre Zabala, *Raymond Aaron y la Teoría de las Relaciones Internacionales*.

⁹ Traducción propia de: Philip G. Cerny, *Globalization and the Changing Logic of Collective Action*, International Organization, Vol. 49, No. 4, The MIT Press, 1995, p. 595.

estructuras y procesos económicos y políticos derivados del carácter cambiante de los bienes y activos que constituyen la base de la economía política internacional.”¹⁰

A partir de esta planteamiento que explica el peso de la economía política internacional en las Relaciones Internacionales, es posible comprender por qué los Estados prestan mayor atención en la protección de sus mercados y centros económicos y son contemplados como parte importante dentro del interés nacional.

El enfoque realista de Raymond Aaron donde el Estado es la máxima figura dentro de la sociedad internacional convive con el de Philip Cerny que permite la presencia de otros actores en un sistema plural; misma que es posible por medio de las organizaciones internacionales.

Rafael Calduch, encuentra la creación de las organizaciones internacionales como la “consecuencia directa de la propia dinámica relacional que se genera entre las comunidades sociales, insertas en las comunidades políticas independientes (Estados), además de la creación de organismos internacionales directamente por parte de los Estados”¹¹, en su texto *Relaciones Internacionales* donde aborda la *Teoría general de la Organización Internacional*.

Al considerar estos postulados es posible contar una perspectiva integral para el estudio del sistema financiero internacional, donde interactúan los intereses de los Estados -siguiendo la línea de Aaron- y por otro lado, la importancia de la economía política internacional como eje rector de las relaciones *plurilaterales* posteriores al sistema bipolar basadas en la cooperación internacional.

Durante la elaboración de esta investigación se consultaron documentos oficiales de la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) publicados entre el año 2002 y el año 2018. Por otro lado, también fueron consultados registros del Gobierno Canadiense

¹⁰ *Ibidem*, p.597.

¹¹ Rafael Calduch, *Relaciones Internacionales*, Capítulo 8 Teoría general de la Organización Internacional, Ediciones Ciencias Sociales, Madrid, 1991, p.4.

y Español como referentes históricos de la formación de dicha organización así como de su cambio de sede; en complemento fueron consultadas publicaciones de organizaciones como Basel Committee on Banking Supervision, Financial Stability Board, Organisation for Economic Cooperation and Development, entre otras, así como artículos académicos con fechas de publicación que varían entre 1980 y 2017.

Con base en el análisis de estos documentos se realizó una investigación analítica, explicativa sobre la International Organization of Securities Commissions, órganos internos, miembros, cuotas, acciones e instrumentos, así mismo se analizó el Multilateral Memorandum of Understanding, (MMOU), sus signatarios, acciones, retos y logros.

La investigación fue realizada utilizando el método deductivo, analizando el objeto de estudio desde lo general a lo particular a fin de conocer los componentes de la organización, sus operaciones y de forma específica en el MMOU a fin de conocer las operaciones basadas en este instrumento.

Esta investigación se presenta a través de un análisis histórico donde se expone el desarrollo de la organización desde el origen de la inter-American Association of Securities Commissions, hasta la actualidad. En los primeros capítulos se estudia a IOSCO desde su fundación, hasta 2002, posteriormente se presentará el funcionamiento de IOSCO con el MMOU y sus operaciones. Este abordaje histórico se realiza a fin de contar con los elementos necesarios para realizar una comparativa entre el funcionamiento de la organización antes y después de la implementación del MMOU, misma que es elemental para desarrollar un análisis prospectivo sobre el rumbo que tomará la organización así como los retos que tendrá que enfrentar a mediano plazo.

Para tener una perspectiva general sobre los actores presentados a lo largo del proyecto, en el primer capítulo se presentarán las definiciones y los conceptos necesarios para contar con los elementos necesarios sobre, el sistema financiero, las organizaciones internacionales, las instituciones reguladoras del sistema financiero y un tener un primer acercamiento a IOSCO.

El segundo capítulo se dedica a exponer las razones por las cuales es necesario regular el sistema financiero internacional y dar a conocer la historia de IOSCO, su constitución y componentes, tales como su maquinaria legal, objetivos, estructura interna, miembros y operaciones de la organización.

El tercer capítulo aborda la cooperación transfronteriza para la supervisión financiera y sienta las bases para conocer por qué es necesario contar con instrumentos de cooperación. Posteriormente se hace énfasis en el *Multilateral Memorandum of Understanding* y se exponen sus componentes para concluir con las operaciones realizadas a partir de este instrumento.

Una vez expuestas las características de IOSCO y del MMOU, se expone un recuento sobre los logros de la organización con la implementación del MMOU y un análisis prospectivo sobre la política regulatoria de IOSCO y los retos que tendrá que enfrentar a mediano y largo plazo.

Esta investigación concluye con una crítica a IOSCO y al MMOU donde analiza cuán benéfico ha resultado para los Estados formar parte de este instrumento o si compromete sus intereses; también deja entrever si la membresía a IOSCO es utilizada por los Estados como un medio de acceso a programas de cooperación. Por último se analiza si el MMOU de IOSCO funciona como promotor de la inclusión internacional.

I. Sistema financiero, regulación y estándares internacionales

La sociedad internacional es concebida desde la perspectiva de Raymond Aron como “un conjunto que engloba el sistema de Estados, la economía mundial y los fenómenos transnacionales y supranacionales”¹², donde la cooperación es la base del consenso para la resolución de conflictos entre los Estados y es a partir de la voluntad de los Estados donde surgen los organismos internacionales.

Y es esta cambiante voluntad donde se desarrolla la indómita sociedad internacional con base en los intereses de los Estados y sus aliados. Es ahí donde los organismos internacionales, se ciernen como la bases de acción para la cooperación internacional, y tal como la define Robert Keohane, la cooperación es la palestra donde “los actores ajustan su comportamiento a las preferencias actuales o anticipadas de los demás a través de un proceso de coordinación política”¹³. Dicho proceso establece la interacción entre los Estados a través de la modificación de sus marcos jurídicos o la creación conjunta de instrumentos vinculantes. Así mismo “el concepto de cooperación cuenta con dos elementos importantes: el primero es el comportamiento, el cual está directamente relacionado con los objetivos, los cuales no necesariamente deben ser los mismos para todos los actores involucrados, y el segundo, define que la cooperación provee a los actores ganancias o recompensas. [Esta definición de cooperación es utilizada por psicólogos sociales y sociólogos].”¹⁴

¹² Esther Barbé, *El estudio de las relaciones internacionales: ¿crisis o consolidación de una disciplina?*, consultado en <http://www.cepc.gob.es/publicaciones/revistas/revistaselectronicas?IDR=3&IDN=222&IDA=16550> el 21 de febrero de 2018.

¹³ Traducción propia de: Helen Milner, *Review Article: International Theories of Cooperation Among Nations*, en *World Politics*, Vol. 44, No. 3, abril, 1992, Cambridge University Press, p. 467.

¹⁴ Helen Milner, *Op. Cit.*, p.467.

1.1 Regulación del sistema financiero

El sistema financiero se posiciona como el medio donde interactúan personas, gobiernos y corporaciones originarias de diversas partes del mundo, por medio del cual, se lleva a cabo el flujo de capitales, bienes y servicios a través de las jurisdicciones de los Estados.¹⁵ Dichas transacciones al contar con elementos de diversas nacionalidades se ven reflejadas en las economías de los Estados fortaleciendo o debilitando elementos de su economía, tales como, el valor de su moneda o la estabilidad de sus mercados internos.

Dado el alto nivel de interconexión e interdependencia que existe en este medio, las economías de los Estados son susceptibles a resentir los efectos (positivos o negativos) de los cambios en las economías de otros Estados. “El papel del sistema financiero es el de estimular el crecimiento económico al influir en la actividad de sus actores, [...] donde, las entidades con fondos asignan estos fondos a quienes tienen formas potencialmente más productivas de invertirlos [...] facilitando el equilibrio entre las entidades con fondos para invertir y aquellas que requieren fondos.

El sistema financiero consiste de tres componentes principales:

- 1) Mercados financieros
- 2) Intermediarios financieros
- 3) Reguladores financieros

Desde un enfoque funcional, los *mercados financieros*, actúan como facilitadores del flujo de fondos para financiar inversiones de corporaciones, gobiernos y personas físicas. Las *instituciones financieras* son un elemento clave en los mercados financieros al desempeñar la función de intermediarios, determinando el flujo de los fondos y los *reguladores financieros* son los encargados del monitoreo y regulación de las actividades de los participantes del sistema financiero.”¹⁶

¹⁵ Cfr. Valdoné Darškuvienė, *Financial Markets*, Lifelong learning Programme.

¹⁶ Traducción propia de: Valdoné Darškuvienė, *Financial Markets*, Leonardo da Vinci programme Project “Development and Approbation of Applied Courses Based on the Transfer of Teaching Innovations in Finance

Dentro del mercado financiero, los intermediarios se encargan de simplificar la comercialización e intercambio de instrumentos financieros tales como los activos, mismos que se definen como “cualquier recurso del cual se espera que proporcione beneficios a futuro, y por lo tanto posee valor económico. Los activos se dividen en dos categorías: *tangibles* basados en bienes físicos como propiedades, e *intangibles* [...] [como los activos financieros] cuyo valor no se relaciona con un bien físico, [...] así mismo, existen otros instrumentos financieros llamados valores, los cuales generalmente incluyen acciones y bonos.”¹⁷

Los activos financieros, al igual que las acciones, son instrumentos financieros emitidos por una entidad, tal como un gobierno, compañía o persona física (emisor) para obtener capital. A través de dicho título, la entidad se compromete al pago de un rendimiento a futuro; de esta forma, el poseedor de dicho título (inversionista) tiene el derecho a recibir los rendimientos estipulados en el título (y derechos políticos al interior de la organización emisora en el caso de las acciones). Dado que los activos financieros no son personales, estos pueden ser comercializados libremente.

Para lograr que la comercialización de los instrumentos financieros sea efectiva, el mercado financiero se encarga de proveer las condiciones que permitan la estabilidad en el mercado, tales como: el “*precio de descubrimiento* con el cual son las transacciones entre compradores y vendedores de instrumentos financieros las que determinan el precio del activo negociado; la *liquidez* da la oportunidad para que los inversionistas vendan un instrumento financiero [...] a su valor justo de mercado en cualquier momento. Sin liquidez, el inversionista se vería obligado a mantener fuera del mercado un instrumento financiero hasta que se den las condiciones para venderlo o que el emisor esté obligado a pagarlo y la *reducción de los costos de transacción*, donde los miembros del mercado financiero se hacen cargo de los costos de operar un instrumento financiero.”¹⁸

and Management for Further Education of Entrepreneurs and Specialists in Latvia, Lithuania and Bulgaria”, Lifelong Learning Programme, 2010. P. 6.

¹⁷ Valdonė Darškuvienė, *Op. Cit.*, p. 7.

¹⁸ *Ibidem*, p. 8.

Los intermediarios financieros son aquellas instituciones de depósito, compañías de seguros, empresas dedicadas a la inversión, bancos de inversión, fondos de pensiones, entre otros. “Encargadas de crear las condiciones más favorables para los inversionistas y ubicar los fondos de manera eficiente en el mercado a través de la correcta obtención de recursos por medio de prestamistas e inversionistas; que, a su vez, serán invertidos o prestados a otras instituciones que requieren de financiamiento. Los fondos que son adquiridos por un intermediario financiero se convierten (dependiendo instrumento financiero) en la responsabilidad del intermediario financiero o de los participantes en el capital del intermediario financiero. Los fondos que un intermediario financiero presta o invierte se convierten en el activo del intermediario financiero.”¹⁹

La función principal del sistema financiero es canalizar fondos entre los dos grupos de usuarios finales del sistema: de los prestamistas a los prestatarios. Además, “en el sistema financiero se brindan otros servicios de pagos, al igual que una gran variedad de servicios tales como seguros, pensiones y divisas [...] que permiten a las personas ajustar sus carteras de riqueza existentes.”²⁰ Dado que el sistema financiero engloba a múltiples actores encargados de proveer de una amplia variedad de servicios, se erige como el medio donde se busca la comercialización de instrumentos financieros con el mayor beneficio posible a través de los intermediarios.

No obstante, los actores del mercado financiero al competir por obtener mayores ganancias pueden recurrir a prácticas ilícitas que pueden repercutir en los mercados de múltiples Estados. Para evitar que los actores del mercado incurran en ilícitos como fraude, corrupción, lavado de dinero o financiamiento a grupos delictivos o terroristas, se han creado organismos internacionales con el fin de supervisar que las operaciones de los actores del mercado se realicen conforme a derecho. Para regular el mercado financiero internacional, las instituciones reguladoras locales cooperan entre sí a través de organizaciones como la International Organization of Securities Commissions, el Comité de

¹⁹ *Ibidem*, p. 7.

²⁰ *Ibidem*., p. 10.

Basilea, el Fondo Monetario Internacional, el Financial Stability Board, la Task Force on Securitization Markets o la Swiss Financial Market Supervisory.

La creación de un organismo regulador surge con el objetivo de supervisar las operaciones de los actores del mercado financiero. Debido a que estas operaciones son transnacionales, dan paso a la interconexión de los mercados nacionales y es por ello que la supervisión del mercado financiero busca prevenir operaciones que puedan afectar los mercados locales o del sistema financiero internacional.

El objetivo de establecer un marco regulatorio internacional es generar convergencia mediante la armonización de las leyes que rigen las operaciones del sistema financiero de los Estados a través de la implementación de estándares comunes, diseñados con base en las aportaciones de los reguladores locales y, de esta manera, generar las condiciones que permitan mercados eficientes donde se garantice la protección de los inversionistas.

Así mismo la supervisión del mercado consiste en la implementación de estándares comunes a las leyes de cada Estado como resultado de la coordinación entre las entidades reguladoras locales que forman parte de la organización. Con la implementación de estos lineamientos se busca fortalecer la protección de los inversionistas y promover la confianza de los inversionistas en la integridad de los mercados de valores. “El trabajo de los reguladores locales se da a través del intercambio de información a nivel global y regional sobre sus respectivas experiencias para ayudar al desarrollo de los mercados [...] e implementar la regulación adecuada.”²¹

A través de las instituciones reguladoras nacionales, los Estados recopilan información sobre la actividad del mercado financiero al interior de su jurisdicción. Sin embargo, para que sea posible recabar esta información, la entidad reguladora nacional debe atender

²¹ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Processes for Policy Development and Implementation Monitoring*, IOSCO, p.1.

ciertos requisitos, a través de los cuales, la institución supervisará las actividades de los intermediarios financieros e inversionistas que operan al interior del país. “Los lineamientos que ayudan a garantizar mercados justos, eficientes, transparentes y que reducen el riesgo sistémico; la vigilancia exhaustiva y los programas de cumplimiento, la aplicación efectiva y la estrecha cooperación con otros reguladores”²² permiten tener un acercamiento a las coyunturas de mayor interés y así dar paso a la creación de las políticas que garanticen el correcto funcionamiento del mercado financiero.

Tanto las organizaciones reguladoras como otros tipos de organismos internacionales están basados en la permanencia voluntaria. “El establecimiento de un acuerdo de voluntades, es una decisión común entre los miembros fundadores, que trasciende los límites de los derechos y obligaciones por ellos reconocidos como mutuamente vinculantes. Este acuerdo constitutivo adquiere también una eficacia jurídica frente a terceros, de acuerdo con un determinado ordenamiento legal específico.”²³

1.2 Cooperación para la supervisión y regulación del sistema financiero

A partir del ordenamiento y la asociación de los Estados en organizaciones internacionales, los “Estados han optado por abandonar sus políticas nacionales y, en cambio, adoptar al por mayor, diversos estándares internacionales, mejores prácticas, recomendaciones, principios u orientación como ley propia. Cualquiera que sea el título formal, la implicación es clara: los Estados son libres de adoptar tales reglas por decisión propia. Típicamente, estas reglas son obra de asociaciones informales de funcionarios estatales, reguladores nacionales, o incluso actores no estatales.”²⁴ La adopción de estándares internacionales se sustenta en diversos motivos como el hecho donde la adopción de normativas previamente implementadas por otros países, otorga a los Estados un panorama sobre sus posibles

²² Traducción propia de: Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation, Final report*, IOSCO, 2010, p. 10.

²³ Rafael Calduch, *Relaciones Internacionales*, Capítulo 8 Teoría general de la Organización Internacional, Ediciones Ciencias Sociales, Madrid, 1991, p.8.

²⁴ Traducción propia de: Stavros Gadinis, *Three Pathways to Global Standards: Private, Regulator and Ministry Networks*, The American Journal of International Law, Vol. 109, No. 1, Cambridge University Press, 2015., p.6.

efectos al interior; al tener una idea previa, los Estados optan por modificar el marco jurídico nacional, en lugar de desarrollar una nueva ley que podría no cumplir con los objetivos operativos y por ende ser insuficiente. Así mismo la adopción de estándares internacionales sirve a los Estados como un medio para modificar el estatus al obtener el reconocimiento de aquellos Estados que promueven o cuentan con la misma normatividad.

Las entidades encargadas de regular el sistema financiero se conforman por representantes de las instituciones reguladoras de cada Estado, de forma regional, con organizaciones como el Asian Development Bank, European Securities and Markets Authority o el Banco Interamericano de Desarrollo, donde se aborda el estudio del sistema financiero desde una perspectiva local. Esto permite que tanto la creación como la adopción de medidas comunes se desarrollen con menor complejidad al tener objetivos comunes que influyen en la región; tomando como base la similitud jurídica que pueda existir entre los Estados y en las necesidades, y las características propias del mercado regional.

A escala global los órganos regulatorios se conforman por Estados u organizaciones regionales como la West African Monetary Union, conformada por Benin, Burkina Faso, Costa de Marfil, Guinea-Bissau, Mali, Nigeria, Senegal y Togo. Por medio de estos organismos, los Estados constituyen un foro para establecer normativas y parámetros regulatorios y la supervisión de los intermediarios financieros, actividades específicas relevantes para el sistema internacional. En el caso de la operación del mercado financiero, los reguladores buscan establecer las normas necesarias para supervisar las actividades de los actores que ahí actúan ya que, en esta materia, las violaciones a la ley usualmente inician en una jurisdicción y se expanden a otras. “Es por ello que los ilícitos [corrupción, fraude, manipulación del mercado] cometidos de forma transnacional son difíciles de perseguir sin la cooperación de las autoridades locales o con el establecimiento de reglas comunes.”²⁵

El establecimiento de medidas reguladoras se sustenta en la adopción voluntaria de estándares comunes por parte de los Estados, aplicarlos a la ley doméstica y ponerlos a disposición de sus contrapartes extranjeras. Para que esta estrategia funcione de manera

²⁵ Stavros Gadinis, *Op. Cit.*, p. 11.

efectiva, la mejor opción de una organización es cultivar el respeto mutuo y la confianza entre sus miembros. Por lo tanto, “sus acuerdos de gobernanza [basados en criterios establecidos en el acta constitutiva de la organización para llevar establecer la interacción entre los Estados y lograr la convergencia que permita alcanzar objetivos en común] permiten a los miembros expresar sus puntos de vista e inquietudes y participar en la toma de decisiones, y prever un proceso que permita a los miembros comprometerse voluntariamente con el producto regulatorio propuesto. Estas garantías de gobernanza también son esenciales para los reguladores que consideran ingresar a la organización, ya que los reguladores podrían ser cautelosos de renunciar a sus poderes nacionales en favor de un régimen internacional inflexible.”²⁶

La voluntad de los Estados para integrarse en este tipo de organizaciones es esencial debido a que aquel Estado que desee formar parte de algún tipo de órgano regulador debe tomarse en cuenta que su ingreso depende de la adaptación de los estándares que rigen al interior del organismo al marco jurídico nacional y que estos deben aplicarse con el mismo rigor que las leyes domésticas. Por otro lado, al ingresar a la organización regulatoria, los Estados crean un compromiso *erga omnes* con sus contrapartes para cooperar y hacer cumplir las disposiciones de la organización en nombre de los Estados parte. Dado que la adopción de este marco regulatorio no es vinculante no representa una vía alternativa al marco jurídico nacional, de igual forma, la adopción de los estándares de la organización no representa riesgo de un posible establecimiento de sanciones hacia los gobiernos en nombre de la organización o de otros Estados con base a lo convenido al momento de su adhesión a la organización.

“Para establecer el respeto mutuo a través de la participación de pares y mitigar los temores de pérdida de poder, la organización otorga derechos de voto a todos los reguladores al unirse a la organización y adoptar los estándares,”²⁷ igualmente, se promueve la transparencia en la toma de decisiones, invitando a los miembros a participar en la elaboración y circulación de informes y borradores para consulta con el fin de justificar las

²⁶ *Ibidem*, p. 5.

²⁷ *Ídem*.

razones de la elección definitiva de medidas.²⁸ A través de estas prácticas se da paso al establecimiento de un sistema equitativo, necesario para el desarrollo de una organización horizontal al interior que dé certeza a los miembros que tanto la toma de decisiones como la participación es igual para todos, de esta forma los Estados al ser conscientes de su estatus al interior de la organización son capaces de cooperar con sus homólogos.

En el caso de las organizaciones reguladoras como la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), que comprende un organismo conformado por representantes de las comisiones de valores de los Estados, busca regular el sistema financiero a partir de la armonización del marco jurídico de los miembros. Este proceso se sustenta en la implementación voluntaria y consensuada de los lineamientos creados por la organización a la ley nacional de los Estados. Sin embargo, para adoptar los lineamientos de la organización, estos deben modificar aquellas leyes que impiden o limitan la incorporación de los lineamientos. Para conseguir adaptar estas recomendaciones en marcos jurídicos donde las leyes no son compatibles, los Estados deben crear las bases jurídicas que garanticen la cobertura del lineamiento sin que este tenga discordancia con la legislación nacional.

No obstante, las organizaciones reguladoras no cuentan con la autoridad legal para hacer cumplir los lineamientos debido a que estas no se encuentran por encima de la soberanía de los Estados. A pesar de ello, es deseable que los Estados ejecuten dichos lineamientos para fortalecer el mercado financiero y promover el bien público internacional por medio de la supervisión de los “proveedores de servicios financieros, tales como asesores de inversiones, administradores de activos, fondos de cobertura, agencias de calificación crediticia, bolsas de valores y cámaras de compensación, que operan en múltiples jurisdicciones.”²⁹

²⁸ Cfr. Stavros Gadinis, *Three Pathways to Global Standards: Private, Regulator and Ministry Networks*, *The American Journal of International Law*, Vol. 109, No. 1, Cambridge University Press, 2015.

²⁹ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Publishes Principles on Cross Border Supervisory Cooperation (Media release)*, IOSCO, Madrid, 2010, p.1.

El objetivo de estos principios es prevenir que sucedan eventos que vulneren la estabilidad del sistema financiero como lo sucedido en 2012, donde fueron descubiertas las operaciones de diversas entidades financieras como Deutsche Bank, Barclays, UBS, Rabobank y Royal Bank of Scotland para manipular las tasas de interés de la London Interbank Offered Rate (LIBOR) entre 2003 y 2008.

“LIBOR es una tasa de interés de referencia basada en las tasas a las que los bancos prestan fondos no garantizados entre sí en el mercado interbancario de Londres, calculado para cinco monedas diferentes: dólar estadounidense, euro, libra esterlina, yen y franco suizo. Bancos en todo el mundo usan Libor para establecer las tasas de interés en los créditos de consumo y corporativos, incluida la deuda gubernamental y corporativa, así como préstamos personales al igual que más de la mitad de las hipotecas de tasa flexible de los Estados Unidos. Cuando aumenta la tasa Libor, las tasas y los pagos de los préstamos a menudo aumentan; asimismo, caen cuando LIBOR cae.”³⁰ Al manipular la tasa LIBOR, las entidades financieras adecuaron el mercado de préstamos a su conveniencia permitiendo así que las instituciones financieras obtuvieran beneficios en Europa y Estados Unidos.

La cooperación al interior de las entidades reguladoras del sistema financiero como IOSCO se expresa por medio del intercambio de información entre los Estados y la organización y, entre los Estados y sus contrapartes a través de acuerdos bilaterales o multilaterales. Así mismo, la creación de foros especializados dedicados a tópicos como la protección de datos, regulación de actividades realizadas en la red o sobre la implementación de nuevas tecnologías al sistema financiero, permiten a los miembros abordar problemáticas en común. Por medio de estos foros, los Estados expresan sus inquietudes y colaboran en la creación de soluciones; en otros casos, los foros son presentados por Estados que se han dedicado a la investigación de ciertas coyunturas y han desarrollado herramientas o metodologías, las cuales son de utilidad para los Estados que no cuentan con dichas herramientas o se encuentran limitados con respecto a la regulación de factores específicos

³⁰ Traducción propia de: James McBride, *Understanding the Libor Scandal*, Council on Foreign Relations.

como las transacciones con monedas virtuales. Los comités de asistencia técnica al igual que los foros especializados se conforman por especialistas de los Estados miembro, a través de la cooperación técnica los Estados comparten sus experiencias y capacitan a los funcionarios de sus contrapartes para fortalecer sus capacidades operativas.

1.3 Papel de los organismos reguladores

Actualmente el sistema internacional se desarrolla bajo un esquema de interdependencia, es por ello que las organizaciones internacionales han adquirido mayor peso al coordinar las acciones de múltiples actores internacionales. La Organización Internacional de Comisiones de Valores IOSCO se autodefine como el organismo internacional reconocido como el emisor de normas globales para el sector de valores. IOSCO desarrolla, implementa y promueve el cumplimiento de las normas internacionalmente reconocidas para la regulación de valores. Trabaja intensamente con el G20 y la Junta de Estabilidad Financiera (FSB) en la agenda de reforma regulatoria global.³¹

Dicho organismo se define como la entidad encargada de supervisar las operaciones de los actores del sistema financiero. “Al estar conformada por instituciones reguladoras originarias de diversas nacionalidades, esta organización tiene las facultades para formular políticas de supervisión para un sector específico, como los valores, o abordar una política específica.”³² Para lograr la formulación de políticas, la organización establece las pautas para generar los canales de comunicación entre los órganos reguladores nacionales, con el fin de coordinar acciones como el intercambio de información para dar paso al trabajo conjunto que permita el establecimiento de objetivos, prioridades y demás acciones al interior de la organización.

³¹ Cfr. IOSCO, *About IOSCO*, consultado en https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco el 14 de marzo de 2018.

³² Traducción propia de: Stavros Gadinis, *Three Pathways to Global Standards: Private, Regulator and Ministry Networks*, *The American Journal of International Law*, Vol. 109, No. 1, Cambridge University Press, 2015., p.3.

Dado que esta organización busca regular el mercado financiero internacional. La formulación de políticas se da a través del intercambio de recursos institucionales entre los miembros para el desarrollo de iniciativas y propuestas, las cuales, son hechas por los miembros con base en las situaciones que enfrentan de manera singular o por grupos de trabajo formados por expertos originarios de los países miembro, mismos que se encargan de formular propuestas para atender los problemas que afectan a específicamente a este grupo. Entre estas vulnerabilidades se encuentran los ataques cibernéticos y así prevenir actos como el sucedido contra el Banco Central de Bangladesh donde en 2016 un grupo de hackers robó más de 100 millones de dólares estadounidenses en posesión de la Reserva Federal de Estados Unidos desde Sri Lanka, Filipinas y otros países a través de transferencias electrónicas *SWIFT*.³³

Dichas propuestas son analizadas por la junta de IOSCO y por los miembros, mismos que dan sus opiniones al respecto del contenido de la iniciativa; esta retroalimentación, permite el fortalecimiento y la ampliación en la cobertura de la iniciativa para que pueda ser aprobada por la organización y posteriormente ser adoptada por los Estados miembro.

Para lograr la coordinación efectiva entre los Estados, esta organización centra sus bases en la cooperación, donde la reciprocidad es fundamental para el trabajo conjunto en acciones como la emisión de políticas reguladoras para su adopción por diversas jurisdicciones, es necesario contar con la certidumbre de que dichas políticas se aplicarán como propias. “Por ejemplo, el regulador A se compromete a ayudar al regulador B a realizar acciones de cumplimiento en su territorio en nombre de B, en la lógica de que B también emprenderá acciones en su territorio en nombre de A cuando sea necesario. Pero dada la amplia variación de los marcos regulatorios en diferentes países, los reguladores dentro de la organización deben asegurarse de que cualquier nuevo miembro pueda corresponder. Por lo tanto, es más probable que los estándares abarquen todos los países cuyos reguladores

³³Cfr. BBC Mundo, *Robo al Banco Central de Bangladesh*, BBC, consultado en http://www.bbc.com/mundo/noticias/2016/03/160315_economia_robos_banco_central_bangladesh_ac, el 24 de abril de 2018.

tengan capacidades institucionales similares a las de los miembros y así poder cumplir con la reciprocidad.”³⁴

Como parte de este acuerdo de reciprocidad para la cooperación, la organización y los miembros establecen el principio de confidencialidad, el cual se fundamenta en el trato adecuado de la información, y debe aplicarse con base en lo establecido en los acuerdos suscritos entre los miembros. Este principio consta en utilizar la información otorgada por los homólogos únicamente para el fin por el cuál esta fue solicitada, sin la posibilidad de ser divulgada a algún tercero sin la autorización previa de quien la proporcionó. Dicho acuerdo de confidencialidad debe regirse con base en *pacta sunt servanda* ya que el mal manejo de este tipo de información no solo puede ocasionar afectaciones en el mercado financiero internacional, también puede dañar la imagen de la entidad reguladora del país que no dio un buen trato a la información, de esta forma se compromete la confianza sobre el desempeño de la entidad reguladora en operaciones en las que se requiera de la provisión de información por alguna de sus contrapartes.

Existen otros mecanismos para el desarrollo de la cooperación, ya que “la organización se encarga de fomentar el sentido de comunidad entre los miembros mediante la organización de programas de asistencia técnica, en los cuales, los funcionarios de los reguladores comparten sus experiencias y capacitan a sus colegas en enfoques de aplicación”³⁵ de las medidas que mejor conviene adoptar o desarrollar a sus homólogos. Puesto que las políticas de regulación y seguridad para los participantes del mercado deben adoptarse de forma integral por todos los miembros ya que, el rezago en la adopción o desarrollo de medidas afecta a aquellos Estados quienes las implementaron previamente.

La organización al ser un conjunto de comunidades otorga a sus miembros reconocimiento tanto al interior como al exterior de la organización, así mismo provee a los miembros de canales de asistencia y cooperación. Así mismo, al interior de la organización los Estados se

³⁴ Traducción propia de: Stavros Gadinis, *Three Pathways to Global Standards: Private, Regulator and Ministry Networks*, The American Journal of International Law, Vol. 109, No. 1, Cambridge University Press, 2015, p.3.

³⁵ Stavros Gadinis, *Op. Cit.* p.16.

perciben como iguales, que al contar con los mismos objetivos y ser signatarios de la misma acta constitutiva, los sitúa en un estado de armonía política, garantizando así la existencia de la organización. En este contexto de equidad y de coordinación política para la cooperación, los Estados cuentan con los elementos necesarios para entablar relaciones con sus homólogos sin importar cuán asimétricos puedan ser y que pueden derivar en un acercamiento con consecuencias políticas favorables, las cuales habrían tenido un costo político mayor de no haber formado parte del mismo canal. “Visto desde este punto de vista, las redes transnacionales tienen un importante atractivo normativo, ya que proporcionan un lugar informal donde los representantes políticos de todo el mundo pueden participar por su propia voluntad y tomar posiciones comunes sin ceder el poder de la toma de decisiones.”³⁶

Los Estados que integran las organizaciones internacionales cuentan con el respaldo de sus miembros, sin embargo, al formar parte de la organización se adquiere un compromiso colectivo con los miembros, el cual, de no ser respetado puede verse reflejado en la vida política del Estado como parte de la comunidad internacional o limitar su espectro en materia de cooperación. De esta manera el formar parte de una entidad reguladora, significa la adopción de los estándares y las normativas que rigen a la misma.

La armonización del marco jurídico de los Estados para la adopción de las normas propuestas por la organización permite que la cooperación con los miembros sea efectiva. No obstante, en ocasiones el marco jurídico propio de los Estados no cuenta con la misma cobertura jurídica que el resto de los demás miembros al no garantizar la preservación de los intereses de la organización. Esta incompatibilidad jurídica entre la regulación local y la de los miembros, representa un obstáculo en la aplicación de las políticas propuestas por la organización o limita el proceso operativo que puede verse reflejado en una mala praxis de la regulación del mercado financiero que como consecuencia podría comprometer información privilegiada relevante para el sistema financiero.

³⁶ *Ibidem*, p. 2.

“Sin embargo, la adopción de los estándares internacionales depende de múltiples actores al interior del Estado tales como, los poderes legislativos y sus respectivos ordenamientos jurídicos. Cuando las reformas de política global son objeto de tratados internacionales, los Estados se comprometen a movilizar su maquinaria legislativa nacional [con la modificación o creación de leyes que permitan homogenizar su marco jurídico con el de los demás Estados] para cumplir con sus obligaciones internacionales. Pero como las organizaciones no involucran naciones, necesitan emplear diferentes canales institucionales para lograr los objetivos de reforma. [...] Otras consisten en reguladores, que tienen poderes para adoptar nuevas reglas en la medida en que estas reglas caigan dentro de sus mandatos legales.”³⁷

“El número de Estados participantes en la organización da pie a que una organización tenga mayor o menor influencia en el plano internacional. Con el fin de integrar a más Estados y promover sus objetivos, las organizaciones dirigen su atención hacia los objetivos económicos y las políticas internas de los Estados que se unen a la organización. [...] La participación del Estado en una organización, también tiene implicaciones al interior de este, [o al exterior, ya que el ser partícipes de] las reglas globales podría conferirles una ventaja regulatoria en comparación con sus competidores internacionales, o que podría atrincherarlos en regímenes proteccionistas.”³⁸

El estudio de las actividades desarrolladas por las organizaciones internacionales es concerniente ya que en el caso de las entidades reguladoras como IOSCO se fomenta la adopción de políticas que permiten la supervisión y regulación del sistema financiero internacional a través de más de 115 jurisdicciones³⁹ que buscan eliminar malas prácticas como la corrupción, la manipulación de mercados o el lavado de dinero.

La generación de estándares busca vincular a los Estados en una red donde por medio del intercambio de información se prevengan riesgos, se formulen y adopten instrumentos que aseguren el correcto funcionamiento del mercado entre los miembros de la organización,

³⁷ *Ibidem*, p.6.

³⁸ *Ibidem*, p.7.

³⁹ Cfr. IOSCO, *About IOSCO*, consultado en https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco el 24 de abril de 2018.

el cual representa más del 75% del mercado financiero global⁴⁰ ya que tanto el bienestar entre los actores internacionales, la reducción de riesgos y amenazas en las operaciones financieras, como la resolución de controversias entre los Estados, es el fin último en la creación de las Organizaciones Internacionales.

El reto para los organismos reguladores es la creación de estándares “internacionalmente reconocidos y consistentes para proteger a los inversionistas, mantener mercados justos, eficientes y transparentes, y tratar de abordar los riesgos sistémicos [comprendidos como aquellos actos que vulneran la operación de los actores del sistema financiero que pueda afectar la operación del sistema en su conjunto]”⁴¹ a través de la armonización desde múltiples regímenes domésticos a uno solo internacional y también, reforzar la reputación de estos estándares a través de la implementación colectiva por las instituciones nacionales. “En la estructuración de estos esfuerzos, es probable que la composición institucional de los participantes en la organización desempeñe un papel importante.”⁴² “Pero como representantes de gobiernos soberanos, [los gobiernos] también pueden comprometerse con otros gobiernos en formas que van más allá de los poderes de los reguladores nacionales, como a través de mecanismos de monitoreo o resolución de controversias.”⁴³

⁴⁰ Cfr. IOSCO, *About IOSCO*, consultado en https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco el 24 de abril de 2018.

⁴¹ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Processes for Policy Development and Implementation Monitoring*, IOSCO, P.1.

⁴² Traducción propia de: Stavros Gadinis, *Three Pathways to Global Standards: Private, Regulator and Ministry Networks*, *The American Journal of International Law*, Vol. 109, No. 1, Cambridge University Press, 2015, p.15.

⁴³ Stavros Gadinis, *Op. Cit.*, p. 16.

II. International Organization of Securities Commissions

¿Por qué se funda IOSCO?, ¿Qué pasaba antes de IOSCO?

“Dado que las operaciones [financieras] se realizan de forma universal, el inicio de crisis puede afectar los sistemas bancarios tanto en el país de origen como en el país huésped en la misma medida, directa o indirectamente, a través de efectos de contagio. Como las crisis bancarias son difíciles de predecir con precisión y tienen efectos devastadores en la macroeconomía, la supervisión proactiva de los sistemas financieros, [...] si bien es necesaria, no es suficiente para evitar fallas. Cada vez más son los sistemas financieros nacionales e internacionales bajo la misma brecha regulatoria y el creciente interés en la adopción de estándares internacionales.”⁴⁴

La fundación de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV/IOSCO) en 1983, se desarrolló con el objetivo de crear una red de trabajo entre las instituciones encargadas de supervisar el sistema financiero de los países con las economías más fuertes del mundo para estudiar y regular al sistema financiero y a los actores que ahí se operan, así mismo el estudio del impacto que tiene la interacción de estos actores en el sistema financiero internacional.

IOSCO tiene como antecedente la Inter-American Association of Securities Commissions, organización fundada en 1974 y conformada por las comisiones de valores de las economías del norte y sur de América como México, Venezuela, Perú, Argentina, Brasil, Canadá, Estados Unidos, Colombia y Chile⁴⁵ con sede en Quito, Ecuador⁴⁶. Su objetivo fue el de crear hegemonía entre los mercados financieros del continente y colaborar de forma conjunta para prevenir afectaciones al mercado financiero en el continente americano. De esta forma

⁴⁴ Traducción propia de: Aditya Narain & Saibal Ghosh, *Evolving International Supervisory Framework*, Economic and Political Weekly, Vol. 38, No. 6 (Feb. 8-14, 2003), Economic and Political Weekly, p. 544.

⁴⁵ Cfr. IOSCO, *General information of IOSCO*, IOSCO Annual Report 2006, Appendix 1, IOSCO, 2006.

⁴⁶ Cfr. Komisja Nadzoru Finansowego, *The International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, consultado en https://www.knf.gov.pl/en/ABOUT_US/International_cooperation/EU/organizations/IOSCO el 25 de abril de 2018.

se asentaron los cimientos para evolucionar hacia la creación de un organismo regulador que abarque la supervisión financiera a escala global.

Para 1984 el establecimiento de un gobierno internacional de valores por medio de la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) se basa en la cooperación entre sus miembros. Los fundadores de esta nueva organización fueron los antiguos representantes de los reguladores de la Inter-American Association of Securities Commissions, “la Comisión de Valores de Quebec, la Autorité des marchés financiers (AMF) y la Ontario Securities Commission (OSC) [...]. [A los cuales, un año más tarde se les sumaron representantes de los reguladores de valores de Francia, Indonesia, Corea del Sur y el Reino Unido, siendo las primeras agencias no americanas en unirse a la nueva organización.⁴⁷] que tuvo su sede en Montreal.”⁴⁸

El camino al que la organización orientó sus operaciones, fue hacia el desarrollo de “iniciativas clave en los primeros años [...] a partir de los esfuerzos de Estados Unidos para promover iniciativas multilaterales sobre el intercambio de información referente al fraude de valores y sistemas de divulgación entre múltiples jurisdicciones para los prospectos de valores, iniciativas que no habría podido promover efectivamente unilateralmente.”⁴⁹

“En julio de 1986, IOSCO tuvo su primer conferencia anual celebrada en la ciudad de París, la primera celebrada fuera del continente americano y donde los miembros acordaron la creación de una Secretaría General permanente”⁵⁰, encargada de apoyar a los Estados miembros, asegurar el funcionamiento de la junta y los comités que conforman la organización; al mismo tiempo, busca garantizar la transparencia, la inclusión y la responsabilidad en toda la organización. La Secretaría General también desempeña

⁴⁷ Traducción propia de: IOSCO, *About IOSCO* en https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco , consultado el 23 de febrero de 2018.

⁴⁸ Traducción propia de: Medhora Rohinton & Rowlands Dane, *Crisis and Reform: Canada and the International Financial System*, McGill-Queen's University Press, 2014, p. 87.

⁴⁹ Medhora Rohinton & Rowlands Dane, *Op. Cit.*, p.87.

⁵⁰ Traducción propia de: IOSCO, *About IOSCO*, International Organization of Securities Commissions, IOSCO, consultado en https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco , el 23 de febrero de 2018.

funciones de representación de alto nivel ante otras organizaciones y se relaciona regularmente con representantes políticos y de la industria.⁵¹

Con esta conferencia, la organización se consolidó como un organismo especializado al conformar comités regionales, de colaboración técnica, entre otros. A partir de la creación de comités especializados, IOSCO se enfocó en atender los retos subsecuentes que implica la regulación del mercado financiero como: la protección a los inversionistas, la operación de los intermediarios sin recurrir a malas prácticas, la protección de información privilegiada y el establecimiento de mercados justos que promuevan la participación de nuevos actores y tecnologías que impacten en el crecimiento del mercado.

2.1 Sustento legal de IOSCO

“En cuanto a la naturaleza jurídica de IOSCO, esto es bastante *controvertido* en el sentido de que no es una organización internacional típica basada en un tratado internacional formal y público. Durante la primera década de vida, IOSCO fue completamente informal. En 1984 los miembros de la organización adoptaron el Acta de Estatutos [IOSCO By-Laws], actualmente vigente, que regula el funcionamiento de la organización, y en 1987 IOSCO se incorporó formalmente como organización sin fines de lucro -una *personne morale sans but lucratif*⁵²- a la ley de Quebec - y su secretaría se estableció formalmente en Montreal.

⁵¹ Cfr. IOSCO, *General Secretariat*, About IOSCO, IOSCO, consultado en <https://www.iosco.org/about/?subsection=gs> el 24 de febrero de 2018.

⁵² Corporación u organización sin fines de lucro, es un grupo de individuos que persiguen un propósito de naturaleza moral o altruista y que no tienen la intención de generar ganancias pecuniarias para compartir entre los miembros. Dicha persona legal es una entidad legal separada. Como tal, tiene sus propios derechos y obligaciones. Consultado en Registraire des entreprises Québec, *Constituer une personne morale sans but lucratif*.

Préambule de la Loi Concernant l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs, 1^o Décembre 1987, Assemblée Nationale du Québec, 33^o législature, 1^o session, 1987, chapitre 143, Loi n^o 243, Bulletin de l'Assemblée Nationale du Québec, 1987, 2453-2456 Art. 1 Establece: “Une personne morale sans but lucratif est constituée sous la dénomination sociale “Organisation internationale des commissions de valeurs”.” Citado en Marise Cremona, Hans-W Micklitz, *Private Law in the External Relations of the EU*, University Press, 2016, p. 207.

Significativamente, el Artículo 8 de la Ley de Quebec deja un enorme margen de maniobra legal al estatuto interno de IOSCO.”⁵³

Con el reconocimiento legal de IOSCO a partir de la ley de Quebec *Loi Concernant l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs, 1^o Décembre 1987*, Quebec reconoce formalmente a la organización como una corporación sin fines de lucro. “El Estatuto de Quebec⁵⁴ establece que: “*Es apropiado reconocer a la Organización como entidad legal sin fines de lucro,*” mientras que el Artículo 7 enfatiza: “*La Organización deberá contar con personalidad legal y tener la capacidad para contraer, adquirir y para disponer de propiedad y demandar.*” De forma significativa, la Ley de Quebec no hace referencia alguna con respecto a la gobernanza y funcionamiento de IOSCO, pero dejó todo a las reglas internas de IOSCO. [El Artículo 8 establece:] “*Sujeto a esta Ley, los Estatutos de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, efectivo a partir del 30 de noviembre de 1987, deberá continuar gobernando la Organización hasta que sean modificado, reemplazado o derogado.*”⁵⁵

El estatus jurídico de la organización se ha ido modificando, ya que, desde su fundación la organización no se encontraba regida por un marco jurídico que la reconociera como sujeto de derecho (considerando tanto derechos como obligaciones), posteriormente adoptó los instrumentos que le otorgan el reconocimiento legal hasta nuestros días. Los cambios en la

⁵³ Marise Cremona, Hans-W Micklitz, *Op. Cit.*, p. 311.

⁵⁴ Loi concernant l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs, 1er Décembre 1987, Assemblée Nationale du Québec, 33e législature, 1re session, 1987, chapitre 143, Loi n° 243, Bulletin de l'Assemblée Nationale du Québec, 1987, 2453- 2456. Citado en Antonio Marcacci, *IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets*, Richmond Journal of Global Law & Business [Vol. 12:1 2012], 2012, p.25.

⁵⁵ Article 8 de la Loi concernant l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs, 1er Décembre 1987, Assemblée Nationale du Québec, 33e législature, 1re session, 1987, chapitre 143, Loi n° 243, Bulletin de l'Assemblée Nationale du Québec, 1987, p. 2454.

La importancia de las normas internas de IOSCO fueron reconocidas por la Ley de Quebec en otros artículos: “Sont membres de l'Organisation, les commissions de valeurs et organismes similaires qui le 30 novembre 1987 sont membres de l'Organisation internationale des commissions de valeurs et tout autre organisme qui le deviendra par la suite conformément aux statuts de l'Organisation” (Art. 3); “Les dirigeants et membres de comités de l'Organisation internationale des commissions de valeurs en fonction le 30 novembre 1987, le demeurent jusqu'à ce qu'ils aient été remplacés conformément aux statuts de l'Organisation” (Art. 5); “Le secrétaire général est désigné conformément aux statuts de l'Organisation. Il dirige le secrétariat général et prend les décisions nécessaires à son administration” (Art. 6). Antonio Marcacci, *Op. Cit.*, p.25.

organización también se han visto en la reubicación de su Secretaría General, pasando de América a Europa. Así mismo, la organización como entidad consolidada y sujeta del derecho internacional reformó su Acta de Estatutos (IOSCO By-Laws) en 1996 y se ha administrado bajo dos regímenes jurídicos nacionales: el canadiense y desde 1999 el español.

La iniciativa para la revisión al Acta de Estatutos se realizó durante la conferencia del Comité Ejecutivo de IOSCO de 1995 en Sídney, donde se propuso la revisión de la estructura y el alcance de la organización. Posteriormente, en la conferencia anual de IOSCO de 1995 en París, se anunció formalmente la revisión del Acta de Estatutos para fortalecer las operaciones y los alcances de la organización. Esta reforma consistió en la elaboración de cambios respecto a la “terminología estandarizada en los Estatutos usados para describir el mismo asunto; reglas que tratan asuntos similares en el mismo lugar; reglas similares para tratar asuntos similares. [...] Por lo tanto, la reforma reformuló algunas reglas, dividió o consolidó otras, reubicó algunas reglas y omitió algunas reglas por completo”⁵⁶ y así contar con las bases que otorguen mayor consistencia y coherencia a la estructura interna del organismo. Finalmente, la aprobación a las modificaciones del Acta de Estatutos fue realizada por el presidente del Comité Ejecutivo en 1996 durante la celebración de la conferencia anual de IOSCO en Montreal.⁵⁷

Como parte de la evolución de IOSCO, en 1999, la Secretaría General de IOSCO se trasladó a Madrid⁵⁸. Con el *Acta Ley 55/1999, del 29 de Diciembre*⁵⁹ “IOSCO fue incorporada bajo la ley española como una *asociación de utilidad pública sin ánimo de lucro* cuyos objetivos son

⁵⁶ Traducción propia de: IOSCO, *Reformed By-Laws Explanatory Memorandum*, IOSCO, p.2.

⁵⁷ Cfr. IOSCO, *Op. Cit.*.

⁵⁸ Ver *A Resolution on the Relocation of IOSCO General Secretariat to Madrid* (1999). Junto a Madrid, otras ciudades presentaron sus candidaturas: Ámsterdam, Basilea, Frankfurt, Londres, París y Singapur. Ver lasindustrias.com, *Madrid, elegida sede del iosco* (1999), disponible en <http://www.lasindustrias.com/madrid-elegida-sede-del-iosco.html> (acceso el 20 de mayo de 2015).

La razón por la que Madrid fue elegida se relaciona con la generosidad del gobierno español, dispuesto a proveer la solución más atractiva. Ver R. Bismuth, *La coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et droit international public* (PhD Thesis on file at University Paris 1 Panthéon-Sorbonne, 2009) 231. En Marise Cremona, *Op. Cit.* p.208.

⁵⁹ Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social, Boletín Oficial del Estado, 30 diciembre 1999, n° 312, p.46095, n° 24876. En Marise Cremona, *Op. Cit.* p. 208.

la cooperación para el desarrollo y el fomento de la economía social. Por lo tanto, IOSCO no tiene un acta constitutiva ni un acta fundacional formal⁶⁰ y puede clasificarse como una red reguladora multilateral de reguladores (generalmente públicos) con la estructura formal de una entidad sin fines de lucro basada en el derecho privado incorporada por un Acta de Estatutos.”⁶¹

Haciendo hincapié en naturaleza legal de IOSCO, “Tanto las leyes españolas como las de Quebec dejaron un amplio margen a las reglas internas. [...] Estos estatutos pueden considerarse *mutatis mutandis*, la "Constitución" de IOSCO. El documento distingue la naturaleza [...] y roles de los miembros [...] describe el gobierno de la organización, y establece reuniones anuales y un sistema de sanciones que pueden infligirse a los miembros en casos de "repetición falta de pago de contribuciones.”⁶²

Tras estos cambios ocurrido en la organización desde 1984 y el cambio de sede, la razón jurídica de IOSCO define al organismo como una *red transgubernamental* dedicada a la “Investigación e identificación de riesgos, establecimiento de normas y desarrollo de orientación, promoción y supervisión de la implementación, desarrollo de capacidades, cooperación e intercambio de información, colaboración e interacción con otras organizaciones internacionales.”⁶³

⁶⁰ *Ibidem*, p. 208.

⁶¹ *Ídem*.

⁶² IOSCO, *Resolution of the President's Committee on Amendment to IOSCO's By-Laws to Reflect Change in Structure*, IOSCO, at 20 (2010) (Haciendo referencia a toda la tercera parte y sección 77 de la parte 12 del Acta de Estatutos de IOSCO), disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES33.pdf> [de aquí en adelante *Structural Change Amendment*]. Citado en Antonio Marcacci, *IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets*, *Richmond Journal of Global Law & Business* [Vol. 12:1 2012], 2012, p.26.

⁶³ Los fundamentos legales de IOSCO están establecidos por el *Bill 243/1987/Quebec National Assembly/ Acta* respecto a IOSCO [International Organization of Securities Commission]. Su sede está definida por el *Acuerdo de sede entre el Reino de España e IOSCO* [International Organization of Securities Commissions] publicado en el Boletín Oficial del Estado [boletín de la corona española] el 17 de diciembre de 2011. Citado en OECD, *International Organization of Securities Commission (IOSCO), International Regulatory Cooperation: The Role of International Organizations in Fostering Better Rules of Globalization*, OECD Publishing, 2016, Paris, p.50.

2.2 Objetivos

El ser de IOSCO es la supervisión y regulación del sistema financiero, para ello se vale de la elaboración de medidas regulatorias y de la creación de herramientas que fortalezcan su presencia y den seguimiento a las acciones desplegadas por los Estados miembros en nombre de la organización asegurando la regulación financiera a escala global. En complemento, la formulación de estas regulaciones son resultado del trabajo conjunto de los miembros de la organización, de este modo, las medidas propuestas por IOSCO cuentan con elementos concernientes para los reguladores, así como con elementos compatibles para su futura adhesión a los marcos jurídicos nacionales.

No obstante, dada la naturaleza de IOSCO al ser una "*asociación de utilidad pública sin ánimo de lucro*"⁶⁴ constituida para promover el desarrollo y el fomento de la economía social y conformada a partir de la adhesión voluntaria de los representantes regulatorios; al no ser un organismo vinculante, no cuenta con la facultad jurídica de imponer su mandato o sancionar a ningún gobierno o institución. IOSCO se ubica como una organización que brinda consultoría a partir del trabajo conjunto de los gobiernos nacionales para la regulación del sistema financiero al interior de la jurisdicción de cada miembro y elabora los instrumentos con los cuales los Estados pueden cooperar entre sí como es el Memorandum of Understanding (MOU) dirigido al intercambio de información. La aplicación de sanciones, solicitud de información y supervisión de los actores del sistema financiero son actividades realizadas por las instituciones reguladoras de los gobiernos locales como resultado de la adopción de los lineamientos de IOSCO a su jurisdicción.

Para llegar al consenso y formular lineamientos previos para la revisión, modificación y posterior aprobación por la Secretaría General, los representantes de los reguladores colaboran bajo un marco de equidad. Igualmente, este marco equitativo se erige como un elemento fundamental en el fortalecimiento de los canales de cooperación, los cuales derivan en operaciones conjuntas de intercambio de información, programas de asesoría

⁶⁴ Cfr. Marise Cremona, Hans-W Micklitz, *Private Law in the External Relations of the EU*, University Press.

técnica para la capacitación de los funcionarios de los reguladores en materias concernientes o en la promoción de la especialización conjunta de los miembros.

“Al proporcionar asistencia técnica, educación, capacitación e investigación de alta calidad a sus miembros y otros reguladores, IOSCO busca construir mercados globales de capital sólidos y un marco regulatorio global robusto. Los miembros de IOSCO han decidido cooperar en el desarrollo, implementación y promoción del cumplimiento de normas de regulación, supervisión y cumplimiento internacionalmente reconocidas y consistentes para proteger a los inversores, mantener mercados justos, eficientes y transparentes, y tratar de abordar los riesgos sistémicos; mejorar la protección de los inversores y promover la confianza de los inversores en la integridad de los mercados de valores, a través del intercambio de información reforzada y la cooperación en la aplicación contra la mala conducta y en la supervisión de los mercados y los intermediarios del mercado; e intercambiar información a nivel mundial y regional sobre sus respectivas experiencias para ayudar al desarrollo de los mercados, fortalecer la infraestructura del mercado y aplicar una regulación apropiada.”⁶⁵

Sin embargo, la tarea de IOSCO como organismo regulador depende de las acciones individuales de sus miembros con respecto a la actividad realizada al interior de su jurisdicción ya sea por entidades nacionales o extranjeras. “Para garantizar la competencia leal y la protección del inversionista se requiere que las empresas extranjeras que emiten valores en el mercado de un país realicen la publicación adecuada de sus posiciones fiscales y que se den a conocer adecuadamente las operaciones realizadas con información privilegiada y otras transacciones indebidas; cuando las reglas relevantes difieren según el país, a las partes involucradas (inversores, empresas emisoras o supervisores) se les dificulta llevar a cabo sus funciones legítimas.”⁶⁶

⁶⁵ Traducción propia de: OECD, “International Organization of Securities Commission (IOSCO)”, *International Regulatory Co-operation: The Role of International Organizations in Fostering Better Rules of Globalization*, OECD Publishing, 2016, Paris, p.50.

⁶⁶ Traducción propia de: Junji Nakagawa, *International Harmonization of Economic Regulation*, Oxford University Press 2011. p. 236.

En respuesta al reto que representa la coordinación entre entidades supervisoras con marcos jurídicos distintos, la vía para evitar la incidencia de operaciones ilícitas o injustas en el mercado financiero, es necesario el desarrollo de una estrategia conjunta de alcance global e inter jurisdiccional que no vulnere la soberanía de los Estados. El medio para lograr la regulación internacional apuesta por la armonización del marco normativo para la regulación de valores. "La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) ha asumido un papel de liderazgo en este esfuerzo. IOSCO describe sus objetivos de la siguiente manera: (1) cooperación para garantizar una mejor regulación de los mercados de valores, tanto a nivel nacional como internacional, a fin de mantener mercados justos y eficientes; (2) intercambio de información sobre las experiencias respectivas de las autoridades miembros "para promover el desarrollo de los mercados nacionales"; (3) unir los esfuerzos de las autoridades miembros para establecer estándares y una vigilancia efectiva de las transacciones internacionales de valores "; (4) provisión de "asistencia mutua para garantizar la integridad de los mercados mediante una aplicación rigurosa de los estándares y una aplicación efectiva de los delitos."⁶⁷

En su misión de generar mercados eficientes y tomando como referencia estos objetivos específicos, IOSCO ha generado una serie de instrumentos y principios destinados a guiar las operaciones de las instituciones regulatorias. Estos principios e instrumentos han sido publicados en distintas fechas a fin de mantener vigentes los objetivos y operaciones de la organización ajustándose a la coyuntura internacional y al comportamiento del mercado financiero. La publicación de principios ha sido realizada por el Comité Técnico a fin de contar con un estándar internacional, (los miembros de IOSCO abarcan el 95% de la regulación del mercado de valores⁶⁸) fortalecer la supervisión y lograr esquemas de cooperación transfronteriza que cubran los objetivos operativos de las entidades reguladoras en el contexto de IOSCO sin vulnerar la seguridad de los actores involucrados,

⁶⁷ Ídem.

⁶⁸ Cfr. IOSCO, *About IOSCO* en https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco , consultado el 11 de mayo de 2018.

adaptarse a nuevos mecanismos y tecnologías, proteger información privilegiada, ni afectar o contradecir la legislación local de los miembros.

A fin de contar con mayor eficacia en la supervisión y regulación del mercado financiero, IOSCO ha segmentado sus operaciones en áreas funcionales, las cuales al dividirse logran cubrir de forma integral los objetivos de IOSCO. Estas tareas específicas pueden dividirse en “tres áreas de las operaciones de IOSCO, centradas en tres documentos de IOSCO que son importantes desde la perspectiva de la armonización: (1) Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (Multilateral MOU); (2) Los Objetivos y Principios de la Regulación de Valores [IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation]; y (3) estándares internacionales de Divulgación para ofertas de acciones transfronterizas y listados de acciones [International Standards of disclosure for cross-border stock offerings and stock-listings (Minimum Standards)].”⁶⁹

A través del desarrollo de instrumentos como el *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (MMOU)* los reguladores han creado su propia red de trabajo en materia de cooperación transfronteriza. Este instrumento permite que los reguladores signatarios del MMOU cuenten con un medio para solicitar y ser sujetos de solicitud de información sobre las operaciones realizadas por los actores del sistema financiero en su jurisdicción. De esta forma, los reguladores del sistema financiero pueden realizar investigación sobre las operaciones de los actores financieros fuera de su territorio sin incurrir en actos que puedan contradecir la legislación extranjera o vulnerar la soberanía de los Estados

El despliegue de este instrumento ha permitido a IOSCO la expansión de su normativa entre de más de un centenar de países alrededor del mundo.⁷⁰ La relevancia del desarrollo de este instrumento radica en la generación de una red global de tráfico de datos donde los

⁶⁹ Traducción propia de: Junji Nakagawa, *International Harmonization of Economic Regulation*, Oxford University Press 2011. p. 236.

⁷⁰ Cfr. IOSCO, *About IOSCO* en https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco, consultado el 14 de mayo de 2018.

reguladores intercambian información sobre el sistema financiero. Si bien el intercambio de información bajo este esquema está estandarizado para la protección de datos personales y asegurar que esta no caiga en manos de terceros, el acceso a estos datos puede repercutir en la salud financiera de los Estados.

“El primer Multilateral Memorandum of Understanding establecido por IOSCO fue develado en 2002, con el fin de servir y respaldar sus objetivos de proteger a los inversionistas y garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes. El MMOU de 2002 se ha convertido en el punto de referencia mundial para la cooperación internacional en la aplicación de leyes y reglamentos sobre valores y derivados; sin embargo, a medida que la tecnología y la sociedad evolucionan, la aplicación y la cooperación entre los reguladores de valores también deben evolucionar.”⁷¹

La implementación del MMOU alrededor del mundo además de ser una red para la regulación del sistema financiero, cuenta con otras implicaciones. El MMOU como instrumento basado en la cooperación también puede ser visto como un instrumento disuasorio para aquellos gobiernos o actores dedicados a ilícitos como el lavado de dinero o el apoyo a grupos criminales o terroristas; de igual manera el acceso a la red de intercambio de información puede considerarse como un instrumento de persuasión sobre aquellos Estados que aún no forman parte de la organización.

El establecimiento de *IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation* genera el marco de trabajo, - fundamental en la organización -, a través del cual los reguladores deben regir sus operaciones para alcanzar en conjunto los objetivos de la organización. Estos principios engloban, la forma en que los reguladores deben operar y desde su implementación en 1998, son reconocidos como los puntos de referencia para los reguladores internacionales y para todos los mercados de valores.⁷²

⁷¹ Traducción propia de: Presidents Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Resolution on the Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, Annex I, *Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, IOSCO, 2016, p.4.

⁷² Cfr. IOSCO, About IOSCO en https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco, consultado el 23 de febrero de 2018.

Con la publicación y posterior adopción de esta serie de principios y objetivos, los miembros de IOSCO se han comprometido a: “cooperar en el desarrollo, implementación y promoción del cumplimiento de estándares de regulación, supervisión y cumplimiento internacionalmente reconocidos y consistentes para proteger a los inversionistas, mantener mercados justos, eficientes y transparentes, y tratar de abordar los riesgos sistémicos; mejorar la protección de los inversores y promover la confianza de los inversores en la integridad de los mercados de valores, a través del intercambio de información reforzada y la cooperación en la aplicación de la mala conducta y en la supervisión de los mercados y los intermediarios del mercado; e intercambiar información a nivel mundial y regional sobre sus respectivas experiencias para ayudar al desarrollo de los mercados, fortalecer la infraestructura del mercado y aplicar una regulación adecuada.”⁷³

La promoción de estas prácticas entre los miembros de IOSCO asienta los principios para constituir la armonización de los principios operativos, para los reguladores de todo el mundo. El éxito en la implementación de estos principios se ve reflejado en el reconocimiento que otras organizaciones han dado a estos lineamientos. “Desde su adopción, los *IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation* han sido respaldados tanto por el G20 como por el Financial Stability Board (FSB) como estándares relevantes en esta área. Son el principal instrumento de IOSCO para desarrollar e implementar estándares de regulación, supervisión y cumplimiento internacionalmente reconocidos y consistentes. Forman la base para la evaluación del sector de valores para el Financial Sector Assessment Program [Programa de Evaluación del Sector Financiero] (FSAP) del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial.”⁷⁴

En materia de operaciones transfronterizas y protección al inversionista, IOSCO ha desarrollado instrumentos como el *International Standards of disclosure for cross-border stock offerings and stock-listings*. A través de este instrumento, los reguladores nacionales solicitan información a los emisores multinacionales para conocer sobre la publicación de

⁷³ *Ídem*.

⁷⁴ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Fact Sheet*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2017, p.2.

ofertas o listados públicos internacionales a fin de evitar que los inversionistas sean víctimas de operaciones fraudulentas.

“Los estándares publicados en *International Standards of disclosure for cross-border stock offerings and stock-listings* son especialmente pertinentes dado el crecimiento en el volumen de ofertas públicas y listados de valores de deuda en los mercados internacionales de capital y la mayor participación de los inversores minoristas en estos mercados. El propósito de estos Principios no es anular los requisitos existentes, sino más bien para facilitar una mejor comprensión de los problemas que deberían considerarse al desarrollar requisitos de divulgación de información para los valores representativos de deuda como un medio para mejorar la protección al inversionista.”⁷⁵

Como resultado de la creación de estos estándares, la publicación de información por parte de los emisores con respecto a la deuda de alta calidad, ha ayudado a que los inversionistas tengan acceso a oportunidades de inversión más seguras, así como para generar el vínculo entre inversionistas y emisores al capital. Así como el documento *IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, el *International Standards of disclosure for cross-border stock offerings and stock-listings* fue publicado en 1998.⁷⁶ Desde entonces, aquellos estándares han sido ampliamente aceptados como punto de referencia para la publicación de información financiera, que posteriormente han sido utilizados como base para la generación de este tipo de estándares por los miembros de IOSCO.

2.3 Miembros, costos y lineamientos internos

La integración de los Estados en organizaciones internacionales es parte del desarrollo de la dinámica internacional, la cual, ha resultado en la relación interdependiente de los Estados y donde la idea de autarquía es inconcebible. Si bien el realismo político percibe al

⁷⁵ Traducción propia de: Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers*, IOSCO, 2007, p.1.

⁷⁶ Cfr. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Op. Cit.*.

Estado como la unidad más importante, cuyos intereses deben alcanzarse y protegerse por todos los medios, las interacciones entre el Estado y sus contrapartes se desarrollan a través de relaciones de poder. Ante esta prerrogativa, la organización internacional representa una alternativa a través de la cual los Estados pueden actuar a favor de sus intereses y ejercer poder sobre otros al persuadir o presionar a los Estados para formar parte de la organización y aceptar sus estatutos de forma voluntaria.

Así mismo, la adhesión voluntaria a estos “regímenes” significa para los Estados no miembros el acceso a una red de vinculación con otros Estados, el acceso a los privilegios políticos que conlleva el estar alineado a los mismos objetivos y el estatus que otorga formar parte de la organización, por no mencionar el reconocimiento de la opinión pública. En este contexto se ve a la organización como un instrumento persuasivo basado en el poder suave mostrando los beneficios que obtendría el Estado al integrarse a la organización y regirse bajo sus lineamientos. Por otro lado, la organización internacional como elemento disuasorio, busca limitar o criminalizar las acciones de los Estados que no son parte de la organización, contradicen los lineamientos o son perjudiciales para los intereses de esta.

En 1983 IOSCO inició operaciones con menos de veinte miembros, si bien es un número pequeño, el organismo se fundó con la participación de los países más interesados en la regulación del mercado de valores: Estados Unidos, Canadá, Francia y Reino Unido. La relevancia en la creación de IOSCO radica en la cobertura operativa con la que se fundó al reunir al motor económico de Europa (Inglaterra y Francia) con el de América (Estados Unidos y Canadá) además de cubrir al continente americano con la participación de los miembros de la extinta Inter-American Association of Securities Commissions. Por otro lado, la organización también se encargó de supervisar y regular los mercados de las economías asiáticas en ascenso al contar con la participación de Indonesia y Corea del Sur.

En el contexto de la Guerra Fría, la fundación de IOSCO representa un mecanismo de contención al blindar el sistema financiero de las economías alineadas al capitalismo (como ha sucedido con otras organizaciones como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial) y el establecimiento de un sitio a los Estados de la Unión Soviética. De esta forma

IOSCO como entidad supervisora conocería el funcionamiento de los mercados aliados y daría cuenta de cualquier cambio en el modelo económico de sus miembros e interacción con la Unión Soviética que pudiera contravenir al desarrollo de occidente.

Durante las décadas posteriores a su fundación, IOSCO ha desempeñado un papel trascendental en la regulación del mercado de valores como resultado de la efectividad de los principios e instrumentos promovidos por la organización. Así mismo, IOSCO se ha concentrado en la actualización constante de sus miembros e instrumentos regulatorios para adaptarse a la evolución del mercado de valores. Dados los buenos resultados de estas operaciones, tanto el Banco Mundial como el Fondo Monetario Internacional han reconocido la labor de la organización y han utilizado los principios de IOSCO como base para la promoción de otros instrumentos de regulación al interior de sus organizaciones.

A tres décadas de su fundación, en mayo de 2018 IOSCO cuenta con un total de 218 miembros⁷⁷, los cuales se dividen en tres categorías, las cuales se asignan de acuerdo con el enfoque de cada miembro a la regulación del mercado de valores: ordinarios, asociados y afiliados.⁷⁸

En general, los *Miembros Ordinarios (127)* son las comisiones nacionales de valores en sus respectivas jurisdicciones [como la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (México), Securities and Exchange Commission (Estados Unidos), Autorité des Marchés Financiers (Francia), por mencionar algunos. Estas instituciones son elegibles “siempre y cuando sean signatarios del IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (MMOU). [...] Cada miembro ordinario de la organización es miembro del Comité de Presidentes y tiene un voto en las reuniones de aquel comité y cualquier otro comité al que pertenezcan.”⁷⁹]

⁷⁷ Cfr. IOSCO, About IOSCO en https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco, consultado el 15 de mayo de 2018.

⁷⁸ Cfr. IOSCO, *IOSCO Annual Report 2015, Membership Categories and Criteria*, IOSCO, 2015 p.70, pp. 68-71 en https://www.iosco.org/annual_reports/2015/pdf/15_GeneralInformation.pdf consultado el 15 de mayo de 2018.

⁷⁹ Traducción propia: IOSCO, *IOSCO Annual Report 2015, Membership Categories and Criteria*, IOSCO, 2015 p.71.

Los *Miembros Asociados (25)* son agencias o ramas del gobierno, distintas del principal regulador nacional de valores en sus respectivas jurisdicciones, que tienen cierta competencia normativa sobre los mercados de valores u organizaciones intergubernamentales internacionales y otros organismos internacionales de normalización, como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, [Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento o la Organisation de Coopération et de Développement Économiques] con una misión relacionada al desarrollo o la regulación de los mercados de valores. [En esta categoría “los miembros asociados pueden asistir y hablar en las reuniones del Comité de Presidentes.”⁸⁰

Los *Miembros Afiliados (66)* son organizaciones de autorregulación [*Self Regulatory Organizations (SRO's)*], bolsas de valores, infraestructuras de mercado financiero, fondos de protección de inversores y fondos de compensación, y otros organismos con un interés apropiado en la regulación de valores “como son la Asset Management Association of China, Brazilian Financial and Capital Markets Association y Cayman Islands Stock Exchange.”⁸¹ Para esta categoría, “los miembros afiliados solo pueden asistir a una parte de la reunión del Comité de Presidentes para conocer detalladamente los informes sobre el trabajo y los desarrollos clave de la organización. Los miembros afiliados no tienen derecho a votar en la reunión del Comité de Presidentes.”⁸²

2.4 Financiamiento

El financiamiento de las operaciones realizadas por IOSCO es respaldado a través de la captación de recursos por medio de cuotas de membresía las cuales, deben cubrir los reguladores para pertenecer a la organización. Anteriormente, la cuota anual era universal y los miembros debían cubrir la cantidad de €15,000 independientemente de su categoría

⁸⁰ *idem*.

⁸¹ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Fact Sheet*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2017, p.3.

⁸² IOSCO, *Op. Cit.*, p.71.

(miembros asociados, afiliados u ordinarios)⁸³. Sin embargo, en el Reporte Anual de 2010, los miembros de IOSCO hicieron público su interés en cambiar el esquema de cuotas para generar más recursos con base en los compromisos que ha adquirido la organización en la arena internacional, intensificar y consolidar su trabajo como regulador. Como resultado de esta publicación, “en 2012 se introdujo un nuevo sistema de financiamiento basado en un esquema progresivo que diferencia a los países a través de dos variables: economías de bajos, medianos y altos ingresos, y PIB bajo, medio y alto.”⁸⁴ La siguiente tabla explica estos esquemas en las cuotas:

Tabla 1. Estructura contribución financiera anual en Euros a partir de 2012

		Ingreso Nacional Bruto per cápita		
Producto Bruto	Interno	1. Ingreso Bajo	2. Ingreso Medio	3. Ingreso Alto
A.	PIB Bajo	€ 12,500	€ 15,000	€ 16,000
B.	PIB Medio	€ 15,000	€ 16,000	€ 21,000
C.	PIB Alto	€16,000	€ 21,000	€ 30,000

Fuente: Antonio Marcacci, IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets, Richmond Journal of Global Law & Business [Vol. 12:1 2012], 2012, p.34.

El esquema de variables para calcular la cuota anual de membresía a la organización establecida en el “Anexo 1 de la *Resolution of the Presidents Committee on Funding the New Strategic Direction*, especifica que las categorías del PIB son los siguientes:

- *PIB bajo*, cualquier cantidad menor a \$100,000 millones de dólares estadounidenses (USD);
- *PIB medio*, cualquier cantidad comprendida entre \$100,000 y \$500,000 millones de dólares estadounidenses (USD); y

⁸³ Cfr. Antonio Marcacci, *IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets*, Richmond Journal of Global Law & Business [Vol. 12:1 2012], 2012.

⁸⁴ Antonio Marcacci, *Op. Cit.*, p.34.

- *PIB alto*, cualquier cantidad superior a \$500,000 millones de dólares estadounidenses (USD).⁸⁵

Con respecto al indicador para calcular el Ingreso Nacional Bruto per cápita, IOSCO utiliza las normativas del Banco Mundial que establecen:

- “*Ingreso bajo*, menor a \$1,025 USD;
- Ingreso medio, es de US \$ 1,026 a US \$ 12,475; e
- Ingreso alto, por encima de los \$ 12,476.7”⁸⁶

La implementación de este esquema de financiamiento, estableció las bases para contar con un sistema de cuotas que se adapte a las características de cada miembro. No obstante, a tres años de su adopción, este ha resultado insuficiente ya que IOSCO ha ganado una mayor responsabilidad con la comunidad internacional como resultado de las nuevas tendencias y desafíos en la operación del sistema financiero. La identificación de estos desafíos se concentra en “la globalización y la interconexión constante de los mercados que los miembros regulan, el impacto de la innovación tecnológica y la mayor importancia de las finanzas basadas en el mercado para la economía mundial.”⁸⁷

Considerando los cambios en el sistema financiero y “reconociendo la necesidad de generar cambios en el enfoque y la prioridad para responder a las tendencias y los desafíos para 2020; IOSCO ha formulado un esquema de trabajo orientado a la atención de los nuevos objetivos y prioridades a través del *IOSCO’s Goal to 2020*, dirigido a fortalecer su posición como referente regulatorio.”⁸⁸ “Considerando el papel de la Secretaría General en el desarrollo de la dirección estratégica es necesario incrementar los recursos de la organización e invertir para apoyar estos proyectos, lo que representa un incremento en el

⁸⁵ *Ibidem*, p.34.

⁸⁶ Traducción propia de: World Bank, *How We Classify Countries*, <http://data.worldbank.org/about/country-classifications> (last visited Nov. 26, 2012). En Antonio Marcacci, *IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets*, *Richmond Journal of Global Law & Business* [Vol. 12:1 2012], 2012, p.34.

⁸⁷ Traducción propia de: IOSCO, *Presidents Committee of the International Organization of Securities Commissions Resolution on IOSCO’s Strategic Direction from 2016 to 2020 and on Funding the Strategic Direction from 2016 to 2020 (Resolution 3/2015)*, IOSCO, 2015, p.1.

⁸⁸ IOSCO, *Op. Cit.*, p.2.

presupuesto anual. [...] Como consecuencia del establecimiento de la Dirección Estratégica, objetivos y prioridades, los planes de acción para 2020 requerirán de un financiamiento adicional de €5,085,000 durante el período 2016-2020.”⁸⁹

Como resultado de la implementación de estas nuevas directrices y a fin de recaudar los fondos que permitan alcanzar los objetivos previstos para 2020, la Secretaría General aprobó un nuevo esquema de contribuciones basado en el de 2012, mismo que entró en vigor a partir del primero de enero de 2016. La modificación al esquema anual de 2016 a 2020 quedó establecido de la siguiente manera:

Tabla 2. Annual Fee 2016-2020

CATEGORÍA DE MIEMBRO	CUOTA ANUAL 2016-2020 (EN EUROS)
<i>Miembros nominados del consejo</i>	46,500
<i>Otros miembros Ordinarios y Asociados categoría C3 (ingreso alto – PIB alto)</i>	42,000
<i>Otros miembros Ordinarios y Asociados categoría B3 (ingreso alto - PIB medio)</i>	28,000
<i>Otros miembros Ordinarios y Asociados categoría C2 (ingreso medio - PIB alto)</i>	28,000
<i>Otros miembros Ordinarios y Asociados categoría B2 (ingreso medio - PIB medio)</i>	21,000
<i>Otros miembros Ordinarios y Asociados categoría A3 (ingreso alto – PIB bajo)</i>	21,000
<i>Otros miembros Ordinarios y Asociados categoría C1 (ingreso bajo - PIB alto)</i>	21,000
<i>Otros miembros Ordinarios y Asociados categoría B1 (ingreso bajo - PIB medio)</i>	17,000
<i>Otros miembros Ordinarios y Asociados categoría A2 (ingreso medio - PIB bajo)</i>	17,000
<i>Otros miembros Ordinarios y Asociados categoría A1 (ingreso bajo - PIB bajo)</i>	13,750
<i>Otros Miembros Asociados (organizaciones internacionales)</i>	18,000
<i>Miembros afiliados</i>	<i>La cuota anual se aplicará sobre la base de un aumento del 10% en los niveles de tarifas de 2012-2015.</i>

Fuente: IOSCO, *Presidents Committee of the International Organization of Securities Commissions Resolution on IOSCO’s Strategic Direction from 2016 to 2020 and on Funding the Strategic Direction from 2016 to 2020 (Resolution 3/2015)*, IOSCO, 2015, p.4.

⁸⁹ *Ibidem*, p.3.

Este esquema de contribuciones anuales se mantendrá vigente para todos los miembros hasta 2020 contando con dos periodos de ajuste. Los cuales, dan cuenta a “incrementos inflacionarios por considerar en 2017 y 2019 para luego entrar en vigencia en 2018 y 2020; y cualquier ajuste a las categorías de membresía existentes para tener en cuenta el PIB actualizado, los datos de ingreso per cápita y el tamaño del mercado después de una revisión en 2017.”⁹⁰

La aplicación de este esquema de recaudación da cuenta de la relevancia que ha adquirido IOSCO como organismo encargado de regular el sistema financiero. Así mismo la necesidad del aumento en el presupuesto de la organización, valuado en \$5,482 millones de Euros para 2017⁹¹ da cuenta de la inversión que deben realizar los miembros para supervisar y regular las operaciones en los crecientes canales tecnológicos como los realizados con activos virtuales. El reto que enfrenta la organización para la segunda década del 2000 es la regulación y la reducción de operaciones fraudulentas, de lavado de dinero o financiamiento a grupos delictivos, estas actividades al ser realizadas en canales virtuales pueden ser realizadas ente jurisdicciones, lo que significa la inversión en programas de cooperación y de asistencia entre los miembros.

2.5 Comités

Un aspecto clave para la gobernanza de IOSCO es que la organización opera a través de una red de comités, que generalmente están compuestos por miembros de la organización, aunque los miembros asociados y afiliados también desempeñan un papel activo.⁹² “Formalmente hablando, el órgano más importante es el Comité de los Presidentes [*Presidents Committee*]. Comité, compuesto por los presidentes de todos los miembros de

⁹⁰ *Ídem.*

⁹¹ Cfr. OECD, *International Regulatory Co-operation: The Role of International Organizations in Fostering Better Rules of Globalization*, OECD Publishing, Paris.

⁹² Cfr. Antonio Marcacci, *IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets*, Richmond Journal of Global Law & Business [Vol. 12:1 2012], 2012.

las autoridades públicas de IOSCO.”⁹³ “Este Comité se reúne una vez al año en la conferencia anual y toma decisiones formales clave.”⁹⁴ Cada miembro ordinario tiene un voto en la reunión anual.⁹⁵ El Comité de Presidentes desempeña el papel principal para la organización en general y “*tiene todas las facultades necesarias o convenientes para lograr los objetivos de la organización.*”⁹⁶ “El Comité de Presidentes es responsable de adoptar las resoluciones que reformulan la misión y los objetivos de IOSCO, las prioridades operativas de la organización, modificando los estatutos, admitir nuevos miembros, reconocer a los comités regionales, determinar la contribución anual para los miembros e imponer sanciones a los miembros.”⁹⁷

Posterior al Consejo de Presidentes, el “Consejo de IOSCO [*IOSCO Board*] es el órgano de gobierno y de establecimiento de normas de IOSCO, está compuesto por 34 reguladores de valores. [Actualmente] el Sr. Ashley Alder [2017], Director Ejecutivo de la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong, es el Presidente del Consejo de IOSCO. Los miembros de la Junta de IOSCO son las autoridades reguladoras de valores de Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, China, Egipto, Francia, Alemania, Hong Kong, India, Indonesia, Irlanda, Italia, Jamaica, Japón, Kenia, Malasia, México, Marruecos, Nigeria, Ontario, Pakistán, Quebec, Arabia Saudita, Singapur, Corea del Sur, España, Suecia, Suiza, Países Bajos, Reino Unido y Estados Unidos (2 miembros) [*IOSCO Fact Sheet, November 2017*].”⁹⁸

“El Consejo de IOSCO se encarga de revisar los problemas regulatorios que enfrentan los mercados de valores internacionales y coordina las respuestas prácticas a esas preocupaciones. El trabajo de política de IOSCO se lleva a cabo por ocho comités de políticas, cada uno de los cuales trabaja en una de las siguientes áreas políticas bajo la guía de la Junta y con el apoyo de la Secretaría General:

⁹³ *Ídem.*

⁹⁴ Para que el comité de Presidentes pueda operar, este debe alcanzar la mayoría de los miembros ordinarios de la reunión anual. En Antonio Marcacci, *Op. Cit.*, p.28.

⁹⁵ Antonio Marcacci, *Op. Cit.*, p. 9.

⁹⁶ *Ídem.*

⁹⁷ *Ibidem*, p.29.

⁹⁸ Traducción propia de: IOSCO, *International Organization of Securities Commissions fact Sheet*, IOSCO, 2017, p.4.

- C1 Contabilidad, auditoría y divulgación del emisor;
- C2 Regulación de los mercados secundarios;
- C3 Regulación de intermediarios de mercado;
- C4 Fortalecimiento e intercambio de información [*Enforcement and the Exchange of Information*] y el Grupo de Evaluación del Multilateral Memorandum of Understanding [MMOU];
- C5 Administración de inversiones;
- C6 Agencias de calificación crediticia;
- C7 Derivados;
- C8 Inversores minoristas [*retail investors*]⁹⁹

El gobierno al interior de IOSCO está regido por el Comité Ejecutivo [*Executive Committee*]. “Su operación técnica es realizado por el Comité Técnico [*Technical Committee*] y el Comité de Mercados Emergentes [*Growth and Emerging Markets Committee*]. El Comité Técnico tiene el papel principal en el desarrollo de estándares dentro de IOSCO. Propone estándares para toda la organización, mismos que deben ser respaldados por el Comité de Presidentes. A través de su Comités permanentes y sus grupos de trabajo especializados, el Comité Técnico supervisa la evolución de los mercados, analiza las nuevas tendencias en actividades financieras e identifica las acciones a tomar por reguladores.”¹⁰⁰

“El Comité de Crecimiento y Mercados Emergentes [*Growth and Emerging Markets Committee*] es el Comité más grande de IOSCO, representa más del 75% de la membresía ordinaria de IOSCO. [...] El Comité busca promover el desarrollo y la mayor eficiencia de los mercados emergentes de valores estableciendo principios y normas mínimas, proporcionando programas de capacitación y asistencia técnica para los miembros y

⁹⁹ *Ídem.*

¹⁰⁰ Traducción propia de: IOSCO, *Consultation Report: An Overview of the Work of the IOSCO Technical Committee*, IOSCO, 2007.

facilitando el intercambio de información y la transferencia de tecnología y experiencia. El Comité de Crecimiento y Mercados Emergentes está compuesto por 88 miembros y 19 miembros asociados sin derecho a voto y [...] 10 de los miembros del G-20.”¹⁰¹

La conformación de Comités Regionales (*Regional Committees*) busca atender los retos presentes para los reguladores desde una perspectiva local, lo cual ha dado paso a la cooperación e intercambio de información con el fin de realizar actividades conjuntas de mejora regional. Actualmente IOSCO cuenta con cuatro comités regionales: el Comité Regional de África / Oriente Medio, el Comité Regional de Asia y el Pacífico, el Comité Regional Europeo y el Comité Regional Interamericano.

“El Comité Consultivo de Miembros Afiliados [*Affiliate Members Consultative Committee*] está compuesto por organismos reguladores y entidades con tareas regulatorias, infraestructuras de mercado, entidades internacionales no gubernamentales y fondos de protección de inversores. A pesar de las diferencias que existen [...] con respecto al alcance de su trabajo y términos de referencia, los miembros cooperan entre sí de forma proactiva y respaldan los flujos de trabajo de IOSCO, proporcionando aportes e intercambiando conocimientos y experiencias basados en su proximidad con los participantes del mercado.”¹⁰²

Ante la adopción de los lineamientos de IOSCO por los reguladores, la organización ha adquirido la responsabilidad de preservar su aplicación, contar con una mejora operativa constante y el desarrollo de instrumentos para enfrentar posibles riesgos futuros. Como parte de este compromiso, a partir de 2010 se han creado dos comités especializados en la aplicación de los principios y objetivos de la organización y en la detección de nuevos riesgos potenciales o vulnerabilidad en el sistema financiero.

En respuesta a estas necesidades, para 2011 se creó el Comité de Riesgos Emergentes [*Committee on Emerging Risk*] en reconocimiento del papel que los reguladores de valores

¹⁰¹ Traducción propia de: IOSCO, *International Organization of Securities Commissions fact Sheet*, IOSCO, 2017, p.4.

¹⁰² IOSCO, *Op. Cit.*, p.5.

pueden desempeñar para identificar y abordar el riesgo sistémico en los mercados financieros mundiales. Trabaja en estrecha colaboración con el Departamento de Investigación de IOSCO. Posteriormente y en complemento a este comité, en 2012 se creó el Comité de Evaluación [*Assessment Committee*], que busca fomentar la implementación completa, efectiva y consistente de los Principios y Estándares a través de la membresía de IOSCO.¹⁰³

En este mismo periodo también se crearon las Fuerzas de Tarea [*Task Forces*] (2012) compuestas por grupos de trabajo destinados a identificar y considerar cuestiones relacionadas con los puntos de referencia del mercado financiero [*benchmarks*] (incluida la transparencia, la metodología, la gobernanza, la supervisión y los factores que deben considerarse en la transición a un punto de referencia alternativo); y desarrollar principios para apoyar la calidad y la resistencia de los *benchmarks*. La Fuerzas de Tarea incluyen [grupos de trabajo de alto nivel como] el Board-level Task Force on Financial Market Benchmarks, la Fuerza de Trabajo en Conducta del Mercado [*Task Force on Market Conduct*] y el grupo de trabajo dedicado a la infraestructura del mercado financiero [*Infrastructure Working Group*].¹⁰⁴

IOSCO se sitúa como referente en la emisión de estándares internacionales. La formulación de estos estándares debe cubrir las necesidades y retos de los mercados regionales adaptándose a sus características singulares. La subdivisión de las tareas de la organización en comités otorga a los miembros los medios para atender la operación de la organización en áreas específicas.

Actualmente las economías emergentes representan una parte creciente de la membresía de IOSCO. Para cubrir las necesidades que estas economías requieren durante su desarrollo en el mercado financiero, la misión de IOSCO es generar los medios donde las economías con mayor experiencia cooperen y compartan sus experiencias a través de los comités especializados. Esta inclusión al interior se refleja en un aumento en la efectividad de IOSCO

¹⁰³ Cfr. IOSCO, *International Organization of Securities Commissions fact Sheet*, IOSCO, 2017.

¹⁰⁴ Cfr. IOSCO, *International Organization of Securities Commissions fact Sheet*, IOSCO, 2017.

y lo posiciona para desempeñar un papel más importante en la configuración del marco regulatorio global.

2.6 ¿Los miembros de IOSCO son sujetos a sanciones?

El mecanismo de sanciones al interior de las organizaciones es un elemento básico en la estructura orgánica de estas para su constitución. La organización al estar compuesta por un colectivo con objetivos en común, se traduce como el conjunto donde se fusionan los recursos de los miembros ahí vinculados, es por ello, que la importancia del mecanismo de sanciones radica en su empleo como un elemento para mantener la estabilidad y preservar la integridad de sus órganos internos, fines y objetivos.

La adopción de procedimientos para sancionar a los miembros de la organización están dispuestos en el Acta de Estatutos (en el particular de IOSCO) y es llevado a cabo por el Comité de Presidentes el cual lleva a cabo las diligencias correspondientes. El procedimiento para sancionar a los miembros, así como las acciones que derivan de ello, quedan establecidas a los candidatos a la membresía de la organización previo a su ingreso, por lo cual, al momento de su ingreso, los miembros son conscientes de los procedimientos, así como de las acciones a las que puede ser sujetos en caso de afectar los intereses o a otros miembros de la organización.

“La administración de IOSCO se basa en un órgano dirigido por miembros, que deriva su fuerza de la devoción voluntaria de los miembros a cuestiones de interés común. Si bien esto ha sido muy útil para la organización hasta ahora, se pensó que la organización había alcanzado una etapa en la que el consenso y el cumplimiento voluntario de las decisiones de la organización podrían dejar de funcionar tan bien como lo han hecho en el pasado. El tamaño y la importancia de la organización es tal que ahora es inapropiado que los miembros tengan la libertad de no pagar las contribuciones de sus miembros de forma persistente.”¹⁰⁵

¹⁰⁵ Traducción propia de: IOSCO, *Reformed By-Laws Explanatory Memorandum*, IOSCO, p.14.

La imposición de sanciones hacia los miembros de la organización es una atribución del Comité de Presidentes según lo previsto en el Acta de Estatutos [sección 77], igualmente el Comité evaluará si las acciones u omisiones realizadas por el miembro merecen algún tipo de sanción, el tipo de esta y el tiempo de su vigencia. “De acuerdo con los Estatutos de IOSCO, el término "sanción" concreta tres tipos diferentes de suspensiones que representan una escala de gravedad de las infracciones. Estas sanciones son la suspensión de los derechos de voto de un miembro durante un cierto período; la suspensión de un miembro de la membresía en la organización por un cierto período; y la exclusión de un miembro de la membresía.”¹⁰⁶

“La Sección 77 permite al Comité de Presidentes, por recomendación del Comité Ejecutivo, imponer sanciones a los miembros que reiteradamente no cubran las contribuciones. Antes de recomendar la imposición de sanciones, el Comité Ejecutivo debe notificar a un miembro moroso. Ese miembro tiene la oportunidad de exponer su caso. Las sanciones van desde la suspensión de la membresía o los derechos de voto por un período hasta, en el más serio de los casos, la exclusión de la membresía.

Las sanciones se delimitan por:

- Las sanciones solo pueden ser impuestas por el incumplimiento reiterado de las contribuciones de membresía;
- Al miembro se le otorga imparcialidad procesal; y
- La imposición de sanciones requiere la aprobación del Comité Ejecutivo y del Comité de Presidentes”¹⁰⁷

Sin embargo, antes de enviar cualquier recomendación, el Comité Ejecutivo debe dar el miembro bajo escrutinio, aviso razonable de su intención de enviar una recomendación de sanción al Comité de Presidentes y darle a ese miembro la oportunidad de hacer declaraciones sobre la recomendación prevista y según lo previsto en la sección 80 las

¹⁰⁶ Traducción propia de: Antonio Marcacci, *IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets*, Richmond Journal of Global Law & Business [Vol. 12:1 2012], 2012, p.35.

¹⁰⁷ Traducción propia de: IOSCO, *Reformed By-Laws Explanatory Memorandum*, IOSCO, p.14.

sanciones deben ser publicadas en el Reporte Anual para conocer el proceso por el cual el miembro es sujeto a sanción.¹⁰⁸

La implementación de sanciones es algo inusual en IOSCO, sin embargo, el mecanismo de sanciones establece un equilibrio entre el consenso y una adhesión firme a los principios de la organización. Las sanciones solo pueden imponerse en casos graves, después de la debida consideración y con el apoyo de una amplia gama de miembros. El mecanismo de sanción equilibra adecuadamente el mantenimiento de una organización voluntaria, basada en el consenso, en la que los miembros significativos contribuyen a sus finanzas.¹⁰⁹

La manifestación de desacuerdo o inconformidad por parte de la organización hacia algún miembro se traduce en limitar la cooperación con aquel regulador en materia de asistencia. “Las sanciones no se imponen con frecuencia, y la biblioteca del sitio web de IOSCO solo informa una toma de caso lugar en 2002. En esa circunstancia, el Comité de Presidentes aprobó una resolución mediante la cual suspendió los derechos de voto de la Superintendencia de Valores de Colombia y de la Comisión Nacional de Valores de Paraguay, y también suspendió la membresía afiliada al Mercado Electrónico Abierto de Argentina. Hasta el momento en que cada una de sus contribuciones financieras anuales sobresalientes se ha pagado a la Organización. Mientras que la Superintendencia de Valores de Colombia sigue siendo un miembro ordinario de IOSCO, tanto la Comisión Nacional de Valores de Paraguay como el Mercado Electrónico Abierto de Argentina ya no son miembros ordinarios y afiliados, respectivamente.”¹¹⁰

¹⁰⁸ Cfr. Antonio Marcacci, *IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets*, Richmond Journal of Global Law & Business [Vol. 12:1 2012], 2012.

¹⁰⁹ Cfr. IOSCO, *Reformed By-Laws Explanatory Memorandum*, IOSCO.

¹¹⁰ Traducción propia: El Mercado de valores de Argentina ahora es representado por la *Bolsa de Comercio de Buenos Aires* la cual es un miembro afiliado de IOSCO. Ver *Affiliate Members of IOSCO*, OICU-IOSCO, http://www.iosco.org/lists/display_members.cfm?memID=3&orderBy=jurSortName (last visited on Sept. 27, 2012). En Antonio Marcacci, *Op. Cit.*, p.35.

2.7 ¿IOSCO ha contribuido en el desarrollo del sistema financiero internacional?

“Al igual que otros organismos internacionales encargados del establecimiento de normas en el sector financiero, IOSCO no cuenta con la autoridad legal para hacer cumplir sus normas o recomendaciones y las jurisdicciones no están legalmente obligadas por dichos estándares internacionales. Sin embargo, los estándares se desarrollan siguiendo un proceso que toma en cuenta el bien público global. Dada la naturaleza global de los mercados, es importante evitar el arbitraje regulatorio y converger la implementación de estándares que se desarrollan de manera consensuada en la mayor medida posible. Por lo tanto, la expectativa es que los estándares de IOSCO, siempre que sea posible, se apliquen en todas las jurisdicciones miembro.”¹¹¹

“En la actualidad, IOSCO cuenta con un número importante de proyectos ejecutados por sus comités y grupos de trabajo. Gran parte del trabajo actual de IOSCO responde a la crisis financiera mundial.”¹¹² La conformación de un mercado financiero global es el resultado de la interconexión que existe entre los mercados financieros locales, el fin de conformar un marco regulatorio homogéneo de alcance internacional, es el de proveer a los reguladores nacionales de las herramientas y metodologías necesarias para hacer frente a los eventos que puedan presentar alteraciones del mercado local (el mal uso de instrumentos financieros como las *hipotecas subprime*¹¹³ derivó en la crisis económica en Estados Unidos en 2008) y reducir al máximo su afectación a otros mercados.

La crisis económica de 2008 demostró los efectos de una crisis financiera a escala global, su alcance se debió al efecto de contagio del mercado con el que alcanzó los mercados más

¹¹¹ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Processes for Policy Development and Implementation Monitoring*, IOSCO, p.4.

¹¹² Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Fact Sheet*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2017, p.5.

¹¹³ Las *hipotecas subprime* o *hipotecas basura*, se concedieron a personas de escasa solvencia a altos tipos de interés. El colapso de los mercados fue tan drástico que obligó a la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) y al Banco Central Europeo, a inyectar cientos de miles de millones de dólares (inyección de liquidez) y a bajar los tipos de interés para rescatar a los bancos. Cfr. Sandro Pozzi, *Hipotecas subprime: La crisis con la que empezó todo*, El País (versión en línea), 6 de agosto de 2017, en https://elpais.com/economia/2017/08/05/actualidad/1501927439_342599.html, consultado del 28 de mayo de 2018.

importantes del globo. Las consecuencias de esta crisis derivaron en la inyección de capital para rescatar a los bancos, la implementación de políticas públicas restrictivas, cambios en la tasa de interés, moratorias de pagos y recesión en las economías, sin embargo, esta crisis no se tradujo solo en daños al sistema financiero, también trajo consigo movimientos políticos y sociales.

La importancia de contar con un organismo emisor de estándares y lineamientos radica en la homogenización, en la mayor medida posible, para atender al mercado global. El enfoque de promoción y adopción de los estándares de IOSCO es el de generar las condiciones de prevención y capacitación de las economías emergentes y así lograr su desarrollo en el mercado a la par de reducir malas prácticas a su interior. “Los ejemplos incluyen el trabajo en derivados extrabursátiles, las infraestructuras del mercado financiero, la evaluación comparativa, la integridad y eficiencia del mercado, las agencias de calificación crediticia y los fondos de cobertura. Algunos elementos del trabajo de IOSCO han sido solicitados específicamente por el G20 o el Financial Stability Board (FSB).”¹¹⁴

En materia de cooperación interinstitucional, IOSCO desarrolla trabajo conjunto con el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Basel Committee on Banking Supervision) así mismo colabora con el Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado (Market Infrastructure and Payment Committee) para mejorar la coordinación del desarrollo y la implementación de normas y políticas, en relación con los acuerdos de compensación, liquidación y presentación de informes, incluidas las infraestructuras del mercado financiero en todo el mundo, dentro y fuera de las jurisdicciones.¹¹⁵

Una de las áreas de mayor importancia para IOSCO es la supervisión y regulación de las operaciones financieras realizadas a través de canales virtuales, el uso de criptomonedas y

¹¹⁴ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Fact Sheet*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2017. p.4.

¹¹⁵ Cfr. IOSCO, *Op. Cit.*.

de otros tipos de Financial Technology (Fintech¹¹⁶) ¹¹⁷. En los últimos años las entidades financieras han implementado Fintech para agilizar sus operaciones, sin embargo, el rápido crecimiento en la adopción de esta tecnología se ha adelantado a las organizaciones reguladoras ya que aún no se cuenta con una regulación de alcance universal que se adapte por completo a estas operaciones y la información acerca de los riesgos que involucra son limitados con relación a su crecimiento ya que aún no se conocen las implicaciones de la aplicación de estas tecnologías a largo plazo.

Los retos que implican las operaciones virtuales para los reguladores financieros es que estas son realizadas entre jurisdicciones lo cual las exime de ser sujetas a regulación ya que los reguladores nacionales no pueden intervenir en operaciones transfronterizas. Así mismo las operaciones virtuales han sido utilizadas para realizar operaciones fraudulentas, robo de activos y de información personal.

Uno de los ilícitos de mayor trascendencia por medio de operaciones virtuales fue el ciberataque al Banco Central de Bangladesh en febrero de 2016 donde a través de transacciones SWIFT¹¹⁸ “el atacante realizó 30 solicitudes de SWIFT utilizando el código SWIFT del banco, en un intento de transferir 1,000 millones de dólares la cuenta del banco

¹¹⁶ Fintech: Innovación financiera tecnológicamente habilitada que podría dar lugar a nuevos modelos comerciales, aplicaciones, procesos o productos con un efecto material asociado en los mercados financieros y las instituciones y el préstamo de servicios financieros. Definición elaborada por el Financial Stability Board. Cfr. Basel Committee on Banking Supervision, *Sound Practices Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, Bank for International Settlements, 2018.

¹¹⁷ El Financial Stability Board ha analizado los beneficios y riesgos relacionados con las innovaciones tecnológicas financieras desde una perspectiva de estabilidad financiera, y proporciona una definición en la página 7 de su reporte *Financial Stability Implications from FinTech, Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention*, 27 de junio de 2017. En Basel Committee on Banking Supervision, *Sound Practices Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, Bank for International Settlements, 2018.

¹¹⁸ SWIFT es una cooperativa con 11,000 organizaciones bancarias y de valores, infraestructuras de mercado y clientes corporativos en más de 200 países y territorios con sede en Bélgica que mantiene una plataforma de mensajería financiera estandarizada utilizada para mover dinero a nivel internacional. SWIFT no posee fondos ni administra cuentas en nombre sus clientes. Cfr. SWIFT, *Introduction to SWIFT*, en: <https://www.swift.com/about-us/discover-swift> consultado el 28 de mayo de 2018.

en la Reserva Federal de EE. UU. en Nueva York. Sin embargo, solo cinco de las transferencias tuvieron éxito, por un total de aproximado de 81 millones de dólares.”¹¹⁹

“El rápido ritmo de cambio en Fintech hace que sea desafiante evaluar el impacto potencial en los bancos y sus modelos de negocios. Mientras que algunos observadores del mercado estiman que una porción significativa de los ingresos de los bancos, especialmente en la banca minorista, está en riesgo en los próximos 10 años, otros afirman que los bancos podrán absorber o superar a los nuevos competidores, mientras mejoran su propia eficiencia y capacidades.”¹²⁰

Como parte del compromiso de IOSCO en la regulación de las Fintech que “está trabajando brindar un mayor apoyo a sus miembros y participantes en el mercado para mejorar la ciberseguridad en los mercados de valores. En abril de 2016 publicó el informe *Cyber Security in Securities Markets - An International Perspective*. El informe reúne perspectivas y perspectivas de varios comités regionales y de políticas de IOSCO y partes interesadas sobre el tema de la resiliencia cibernética, y proporciona una revisión de los diferentes enfoques regulatorios relacionados con la ciberseguridad. También describe las herramientas potenciales disponibles para los reguladores para responder al riesgo cibernético, así como algunas de las prácticas adoptadas por los participantes del mercado.

Posteriormente en 2016 publicó *Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures* sobre resiliencia. Los comités de IOSCO están enfocando su trabajo en las tendencias y consecuencias regulatorias de Fintech, después de la publicación en febrero de 2017 del *IOSCO Research Report on Financial Technologies*.”¹²¹

El marco de trabajo de IOSCO para el resto de la década basa en mantenerse como uno de los organismos más importantes como creador de estándares internacionales y en

¹¹⁹ Mathew J. Schwartz, *Bangladesh Bank Attackers Hacked SWIFT Software*, Bank Info Security, Information Security Media Group, Corp. [US], 2016.

¹²⁰ Traducción propia de: Basel Committee on Banking Supervision, *Sound Practices Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, Bank for International Settlements, 2018, p.4.

¹²¹ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Fact Sheet*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2017, p.5.

fortalecer el monitoreo a la adopción de sus estándares. También busca fortalecer los canales de cooperación entre los miembros y de esta forma preparar a los miembros con mercados emergentes para que cuenten con un rol más amplio en el financiamiento del crecimiento y así crear las condiciones para un crecimiento económico sostenible. “La estrategia de la Dirección Estratégica 2020 prevé la implementación de 43 iniciativas en planes de acción que cubren seis áreas prioritarias:

- Investigación e identificación de riesgos: identificación de los riesgos que surgen de los mercados de valores, incluidas las actividades de mercado, la tecnología y los desarrollos de productos, y las consecuencias no intencionales de los cambios o cambios propuestos en las leyes y reglamentos;
- Establecimiento de normas y orientación en desarrollo: Mejora del marco reglamentario internacional para los mercados de valores mediante el desarrollo de normas y orientaciones que sean oportunas, receptivas a la evolución del mercado y reconocidas internacionalmente;
- Monitoreo de la implementación: promoción de la implementación de las normas IOSCO a través del monitoreo y la evaluación;
- Desarrollo de capacidades: abordar las necesidades de desarrollo de capacidades de sus miembros, particularmente en el crecimiento y los mercados emergentes;
- Cooperación e intercambio de información: fortalecimiento del intercambio de información y la cooperación en la aplicación de la regulación de los mercados y en la supervisión de los mercados y los intermediarios del mercado; y
- Colaboración y compromiso con otras organizaciones internacionales: garantizar la representación efectiva de los puntos de vista de IOSCO en otras organizaciones internacionales y la colaboración efectiva”¹²²

¹²² IOSCO, *Op. Cit.*, p.8.

De alcanzar los objetivos previstos para 2020 IOSCO coordinaría la regulación y supervisión del sistema financiero abordando los sistemas Fintech en las economías desarrolladas, así como en las emergentes. Los canales de cooperación internacionales se han visto beneficiados con la mejora constante del Multilateral Memorandum of Understanding el cual establece el vínculo para las operaciones conjuntas de supervisión entre jurisdicciones, garantizando así la aplicación de los estándares y creando los canales para la colaboración inclusiva entre todos los miembros y asociados.

III. Cooperación transfronteriza en la supervisión de entidades reguladas

Cooperación transfronteriza

La internacionalización de las operaciones financieras implica el flujo de productos como bonos, acciones y demás valores a través de una red que involucra tanto a reguladores como intermediarios e inversionistas operantes por todo el mundo. El crecimiento de esta red se debe al incremento en la participación de actores provenientes de las economías de escala, lo que supone un reto mayor para los reguladores nacionales en sus tareas de supervisión y regulación, por lo cual, es necesario fortalecer los canales de asistencia con sus contrapartes extranjeras.

La supervisión del sistema financiero requiere de la cooperación entre los Estados ya que, al ser un mercado de proporciones globales, es posible que se desarrollen actividades fraudulentas u otras que representen un riesgo para las entidades inmersas en él. El trabajo entre los reguladores implica el desarrollo de una red de cooperación transfronteriza donde los intermediarios trabajen de forma coordinada para garantizar la supervisión. Al tratarse de operaciones entre múltiples jurisdicciones es necesario delimitar las pautas para solicitar o dar asistencia en sus actividades de forma de no traspasar las disposiciones legales de sus contrapartes.

“La actual crisis financiera debe ser vista como una crisis en red, debido a toda una serie de medidas desregulatorias, reformas financieras e innovaciones tecnológicas y financieras, el mundo se ha vinculado de forma estrecha dentro de un mercado global, con leyes y políticas funcionando al interior de las naciones.”¹²³

La regulación de los intermediarios financieros a nivel mundial requiere del establecimiento de un marco de trabajo en el cual los reguladores actúen con base en lineamientos homogéneos, esta homogenización internacional supone que los intermediarios son sujetos

¹²³ Traducción propia de: Andrew Sheng, *The First Network Crisis of the 21st Century: A Regulatory Post-Mortem*, en *Economic and Political Weekly*, Vol. 44, No. 13, *Global Economic & Financial Crisis* (Mar. 28 - Apr. 3, 2009), *Economic and Political Weekly*, p.73.

a emplear una normativa basada en los mismos principios. De esta forma se desarrolla un estándar internacional que garantiza la regulación de los intermediarios, asegurando que tanto los inversionistas como sus fondos se encuentran protegidos en aquellas jurisdicciones que son parte de un acuerdo de regulación común.

Al considerar los medios para establecer y mejorar la supervisión de las entidades reguladas, activas a nivel mundial, los reguladores deben evaluar la naturaleza de estas entidades, cómo se realizan sus operaciones a través de las fronteras y el grado en que la información que el regulador requiere a nivel nacional está disponible para entidades con operaciones en el exterior dado que estas entidades, independientemente de sus estructuras legales, normalmente están expuestas financiera y legalmente a otros mercados en forma en que las entidades puramente domésticas no lo son, los reguladores deben tener en cuenta cómo estas entidades están reguladas en las otras jurisdicciones en las que operan, la existencia de cualquier diferencia regulatoria con estas jurisdicciones, y la naturaleza de cómo son supervisadas en el extranjero para que puedan llevar a cabo sus legislaciones regulatorias.¹²⁴

“En términos generales (y sin un acuerdo por el cual un regulador confíe en la supervisión proporcionada por un regulador "local" respecto a entidades basadas en el mercado del regulador local), cuando un participante en el mercado con sede en el extranjero se registra para prestar servicios en una jurisdicción, el regulador de valores requerirá que el registrante le brinde información independientemente de dónde resida dicha información. Sin embargo, el acceso a la información y la confirmación de su exactitud puede requerir la asistencia de un regulador extranjero y [...] el análisis efectivo de estos factores reguladores

¹²⁴El Comité Técnico reconoce que sus miembros adoptan diferentes enfoques únicos para regular y supervisar a los participantes del mercado. Este informe no define ni evalúa los méritos de ningún enfoque regulatorio o de supervisión en particular. Las diferencias en los enfoques regulatorios o de supervisión pueden determinar el tipo de información, si corresponde, que los reguladores pueden necesitar y pueden compartir a los efectos del cumplimiento de sus responsabilidades de supervisión. Consulte, por ejemplo, compartimiento de información entre múltiples jurisdicciones para la supervisión del mercado, Informe final, abril de 2007. Citado en Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*, Final report. IOSCO, 2010. P. 17.

transfronterizos requiere un grado de cooperación supervisora e intercambio de información que pueda exceder al común requerido en el pasado.”¹²⁵

“La reciente crisis, sin embargo, ha revelado el impacto devastador que las actividades de los grandes intermediarios del mercado global pueden tener en los mercados financieros. En consecuencia, además de centrarse en la protección de los inversores, los reguladores han estado considerando la forma de supervisar las actividades de los intermediarios del mercado con el fin de controlar el riesgo sistémico. En resumen, las actividades que realizan los intermediarios del mercado, los reguladores de valores tienden a enfocarse en tres aspectos con respecto a un intermediario en términos de supervisión y vigilancia constante:

- 1) Perfil de riesgo de la empresa,
- 2) Su condición financiera, y
- 3) Su cultura de cumplimiento con respecto a la conducta de los requisitos del negocio.”¹²⁶

“Más específicamente, aunque las jurisdicciones individuales han establecido esquemas regulatorios exclusivos de sus mercados, existe un consenso internacional de que cierta regulación de intermediarios de mercado debe incluir (entre otros) criterios de entrada, capital y requisitos prudenciales, supervisión continua y disciplina de los participantes, y mecanismos para abordar las consecuencias del incumplimiento y fracaso financiero.

Aunque los reguladores de valores han desarrollado una supervisión cooperativa de los intermediarios del mercado global,¹²⁷ la pregunta actual es cómo y hasta qué punto los reguladores de valores pueden aprovechar estos acuerdos existentes y aprender de ellos

¹²⁵ *Ídem.*

¹²⁶ *Ídem.*

¹²⁷ Varias jurisdicciones tienen actualmente memorandos de entendimiento de cooperación bilateral de supervisión que varían con respecto a sus términos. Sin embargo, no todas las jurisdicciones requieren la existencia de un MOU para proporcionar asistencia de supervisión a una contraparte extranjera ya que los memorandos de entendimiento son solo declaraciones no vinculantes que describen las intenciones de las partes, sus capacidades legales para ayudarse mutuamente y especificar las solicitudes de formato. para la asistencia debe tomar. En Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Op. Cit.*, p. 17.

para incluir a más jurisdicciones y crear una supervisión reguladora más sólida, de forma continua en lugar de una ad hoc.”¹²⁸

3.1 Supervisión de las entidades del sistema financiero internacional

Las actividades desarrolladas por entidades regulatorias como IOSCO fomenta la adopción de políticas que dan paso a la supervisión del sistema financiero internacional. Con la generación de estas políticas se desea vincular a los Estados en una red para la formulación y adopción de instrumentos con el fin de reducir los riesgos en las operaciones financieras y resolver controversias entre los Estados, el cual, es el fin último en la creación de las Organizaciones Internacionales.

Con la supervisión de las entidades parte del sistema financiero al interior de una jurisdicción se busca comprender las características de las mismas a modo de conocer el impacto de las actividades que desean desarrollar a fin de mantener la eficiencia de su mercado interno y proteger a sus inversionistas. Así mismo buscan mitigar posibles riesgos a partir de esquemas de investigación que anticipen la forma en que se va a desarrollar el mercado interno con base en las actividades que desarrolle este intermediario.

“La primera línea de regulación suele ser el requisito de registro. Un proceso de registro ayuda al regulador a evaluar la capacidad de un solicitante para operar de acuerdo con los requisitos reglamentarios aplicables. Dependiendo del tipo de solicitante de registro, los requisitos de registro generalmente exigen que el solicitante brinde información al regulador sobre temas tales como las actividades reguladas planificadas, la salud financiera, la estructura de gobierno corporativo y la administración. Los requisitos de registro generalmente están diseñados no solo para proteger a los inversores contra fraudes o estafadores, sino también para ayudar a asegurar que el participante del mercado propuesto esté adecuadamente capitalizado, que sus posiciones de riesgo estén

¹²⁸ *Ídem.*

adecuadamente controladas y que haya controles internos para evitar actividades o conducta no autorizada que puede poner en riesgo a toda la entidad.”¹²⁹

Existen varios tipos de exámenes y otras inspecciones a partir de los cuales se pueden desarrollar programas de supervisión integral, con base en el número de entidades reguladas involucradas y la naturaleza de su régimen regulatorio.¹³⁰ Debido a que los reguladores a menudo carecen de los recursos necesarios para inspeccionar o examinar con a un gran número de entidades reguladas dentro de su jurisdicción, a veces se utilizan ciertas metodologías de identificación de riesgos o de evaluación de riesgos para identificar aquellos riesgos que requieren inspección y examen adicional.¹³¹

Dicha metodología podría incluir, por ejemplo, “una base de datos interna para que los examinadores y gerentes identifiquen y prioricen los riesgos y para recomendar medidas reglamentarias, de examen u otras que podrían tomarse para abordar o mitigar los riesgos identificados. Un regulador puede entonces clasificar y analizar su información de riesgo para identificar áreas potenciales de alto riesgo, priorizar los riesgos para la atención de los exámenes y asignar recursos de supervisión. Las evaluaciones de riesgos también se pueden usar para iniciativas de capacitación en inspección y examen para educar a los examinadores sobre detalles de riesgos, áreas de enfoque identificables y prioridades del programa de exámenes. La información sobre riesgos también se puede compartir con

¹²⁹ *Ibidem.* p. 12.

¹³⁰ De acuerdo con la práctica nacional, estos tipos de exámenes pueden incluir: exámenes basados en el riesgo que buscan determinar el alcance, el alcance y el peligro de los riesgos emergentes; exámenes periódicos diseñados para evaluar periódicamente el cumplimiento de una entidad regulada con las leyes y regulaciones aplicables de acuerdo con un cronograma establecido por el regulador; hacer que los exámenes confirmen las preocupaciones sobre las violaciones de las leyes de valores basadas en informes de prensa, cartas de quejas, información provista por otros reguladores, consejos u otras indicaciones de irregularidades; exámenes de supervisión (en aquellas jurisdicciones con SRO [Self Regulatory Organizations]) diseñados principalmente para probar la calidad de los exámenes de SRO de sus miembros o probar directamente el cumplimiento de los miembros de SRO con las leyes de valores aplicables y las reglas de SRO; y las inspecciones de supervisión para examinar las propias SRO para el cumplimiento de las leyes y normas pertinentes. Citado en Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation. IOSCO, 2010, p.13.

¹³¹ *Cfr.* Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Op. Cit.*.

otros miembros del personal del regulador para su consideración al evaluar las prioridades de las políticas.”¹³²

“Los acuerdos de cooperación pueden ayudar a los reguladores a determinar si las actividades de los intermediarios del mercado presentan un riesgo sistémico, por ejemplo, al permitirles controlar las reservas de capital en todas las jurisdicciones. Incluso si en muchas jurisdicciones los participantes del mercado internacionalmente activos tienden a ser bancos (y por lo tanto están cubiertos por los acuerdos de supervisión transfronteriza de los reguladores bancarios), desarrollan acuerdos sólidos de cooperación de supervisión en el sector de valores, en la medida en que estén sujetos a reguladores de valores de la jurisdicción, también puede permitir que los reguladores de valores evalúen las amenazas a la protección del inversionista, por ejemplo, verificando si los intermediarios del mercado que tienen fondos y activos de clientes en múltiples jurisdicciones los mantienen seguros y de manera consistente con los requisitos regulatorios de valores. Finalmente, dado que la función de cumplimiento de un intermediario de mercado desempeña un papel importante tanto para la protección del inversionista como para el riesgo sistémico (entre muchas otras cosas), los reguladores comparten información sobre la cultura de cumplimiento que observan en las oficinas de un intermediario de mercado en su jurisdicción. podría tener en esta área, puede permitir que otros reguladores trabajen juntos para determinar si algún problema es local o indicativo de problemas de cumplimiento en toda la entidad.”¹³³

3.2 ¿Para qué es necesario un instrumento de regulación?

Las entidades reguladoras se han dedicado a fomentar sus labores para el fortalecimiento de la supervisión del mercado de valores, sin embargo, para lograr este objetivo se requiere del trabajo conjunto entre los miembros de IOSCO y sus asociados desde un enfoque efectivo y exhaustivo donde las entidades cooperen fortaleciendo sus marcos regulatorios

¹³² Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Op. Cit.* p. 13.

¹³³ *Ibidem*, p. 19.

de forma continua, implementando su expertise y con el establecimiento de los recursos correspondientes.

“Si bien las causas de la crisis financiera continúan siendo debatidas, en muchos casos, los reguladores del mercado de valores (como casi todos los participantes en el mercado) operaban en ocasiones con información limitada. A medida que la crisis se desarrollaba y los reguladores buscaban soluciones, también quedó claro que parte de esta información incompleta era el resultado de la naturaleza global de muchos participantes del mercado, con información crítica no solo para los reguladores sino también para los mercados diseminados por todo el mundo. Si bien dicha situación puede o no presentar dificultades en tiempos “normales”, la información incompleta en momentos de tensión en el mercado puede complicar el trabajo tanto de los reguladores como de los mercados. Para complicar aún más las cosas, las soluciones regulatorias y legislativas nacionales para enfrentar las crisis [...] pueden resultar inadecuadas o incluso contradictorias, lo que puede conducir a lagunas regulatorias o arbitraje regulatorio, si estas soluciones no toman en cuenta la naturaleza global de los participantes del mercado y la necesidad de coordinar las respuestas regulatorias para abordar adecuadamente la naturaleza difusa de la información de mercado en la actualidad.”¹³⁴

“Antes que la cooperación supervisora se pueda implementar de manera efectiva, es necesario considerar los obstáculos que limitan estos esfuerzos y eliminarlos en la medida posible. Estos obstáculos a la cooperación incluyen impedimentos legales y organizativos para compartir información. Los miembros de IOSCO han adoptado programas de regulación y supervisión, consistentes con los instrumentos legislativos locales, que se adaptan a las necesidades de sus mercados e inversionistas.”¹³⁵

El desarrollo de estas regulaciones por parte de IOSCO exhorta a los miembros a trabajar bajo principios de cooperación donde se establece la confianza mutua como un elemento básico para la consulta e intercambio de información a fin de asistir a sus contrapartes con

¹³⁴ *Ibidem*, p.3.

¹³⁵ *Ibidem*, p.4.

el cumplimiento de sus respectivas responsabilidades regulatorias. Las operaciones donde intervienen los intercambios de información apoyan en la regulación de las entidades financieras que cuentan con actividades transfronterizas, como los intermediarios financieros, operaciones de inversión colectiva, fondos de cobertura, agencias calificadoras y organizaciones de compensación, por mencionar algunos.

“Las legislaciones y los reguladores financieros de todo el mundo se han comprometido a fortalecer sus sistemas de regulación financiera para abordar las debilidades que la reciente crisis ha dejado en descubierto. En muchos casos, sin embargo, la naturaleza global de los mercados participantes (bancos de inversión, agencias calificadoras, asesores de inversiones, fondos de cobertura, etc.) probablemente respondan de forma local a las deficiencias regulatorias menos de eficaces. Los participantes del mercado activos a nivel mundial a menudo mantienen porciones significativas de sus operaciones, datos, personal, capital y activos en múltiples jurisdicciones. Mientras que los reguladores dan cuenta que las operaciones en el extranjero de una entidad regulada deben cumplir con las normas nacionales y los requisitos de supervisión antes de que se le permita participar en el mercado nacional, la confirmación y el cumplimiento de estos requisitos pueden ser un desafío. Incluso donde los reguladores de valores cuentan con mecanismos de cooperación para recabar información, como el IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (IOSCO MMOU), referente a la información cotidiana fuera de un contexto de aplicación que un regulador necesita para ejercer sus actividades supervisoras puede ser difícil de acceder sin la asistencia y cooperación de las contrapartes.”¹³⁶

“Las leyes y reglas en varias jurisdicciones requieren que las entidades reguladas proporcionen al regulador pertinente ciertos tipos de información, independientemente de dónde se encuentren, como condición para estar registrados o licenciados en sus jurisdicciones. Sin embargo, a la luz de las leyes relacionadas con la soberanía y el acceso a la información, puede ser difícil para un regulador saber si una entidad regulada se está

¹³⁶ Traducción propia de: Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation. IOSCO, 2010, p.7.

adhiriendo a estos requisitos sin la asistencia de contrapartes locales reguladoras. Mientras que la cooperación entre los reguladores de valores a través de una solicitud a través del MMOU o a través de un mecanismo bilateral de cooperación puede descubrir si una entidad regulada ha proporcionado toda la información requerida de ella, manteniendo registros apropiados y actuando de otro modo según la ley, los mecanismos de cooperación para la aplicación (incluido IOSCO MMOU) generalmente requieren que la autoridad solicitante esté investigando activamente una presunta infracción de las reglamentaciones nacionales de valores. Los acuerdos de cooperación para la observación generalmente no contemplan el intercambio de información con fines prudenciales o de supervisión, donde no se sospechan violaciones específicas.”¹³⁷

Si bien los reguladores cuentan con esquemas diversos de supervisión, la característica que los identifica, es el interés en el intercambio de información, la asistencia y la cooperación, la cual debe estar basada en la confianza misma que debe ser “ganada” mutuamente entre las entidades regulatorias y de supervisión.

Dado que las actividades de las entidades financieras involucran operaciones en múltiples jurisdicciones, los reguladores deben cooperar para mantener los canales de comunicación entre sí para la consulta y el mutuo intercambio de información al respecto de sus evaluaciones sobre el análisis de riesgos y demás información que apoye en la identificación de estos riesgos para mitigar posibles afectaciones a los mercados y a los inversionistas. Así mismo “las autoridades deben dar la notificación previa y consultar tan pronto como sea posible a sus contrapartes con respecto a cuestiones que puedan afectar materialmente los respectivos intereses reguladores o de supervisión de otra autoridad.”¹³⁸

El intercambio de información para la regulación provee a los reguladores de los datos necesarios para contrarrestar y reducir los riesgos en el sistema financiero como pueden ser operaciones de lavado de dinero, fraudes, evasión fiscal, entre otros. Esta información al ser concerniente para la autoridad que la transfiere debe ser tratada con las medidas de

¹³⁷ *Ídem.*

¹³⁸ *Ibidem*, p.4.

confidencialidad que aseguren que esta información limitada al acceso público no sea divulgada a terceras partes sin autorización previa del emisor.

A pesar de ser un método eficiente y utilizado por reguladores de todo el mundo, cuenta con limitaciones. Entre estas se encuentran las jurídicas, ya que al tratarse de información sensible acerca de los mercados locales, está protegida por las legislaciones propias de cada Estado. Es por ello por lo que IOSCO insta sus miembros y asociados a que, con base en la confianza y reciprocidad, los reguladores locales se esfuercen en eliminar aquellos obstáculos que limitan el intercambio de información para la regulación del mercado financiero.¹³⁹

3.3 Origen, antecedentes y principios del MOU

Anterior al desarrollo de un instrumento con el cual los reguladores financieros puedan solicitar e intercambiar información sobre el mercado financiero o sobre los intermediarios financieros establecidos dentro de su jurisdicción a entidades reguladoras extranjeras, “varias organizaciones miembros obtuvieron la autoridad para usar por completo sus poderes domésticos para obligar la producción de documentos y declaraciones o testimonios en nombre de autoridades extranjeras. En ausencia una autoridad [que pueda solicitar información a sus contrapartes fuera de su poder local], una autoridad local requerida puede estar limitada a proporcionar solo la información que puede obtener voluntariamente o de archivos públicos en respuesta a una solicitud de asistencia. Así mismo los infractores pueden negarse a producir información incriminatoria de forma voluntaria y legal, estos impedimentos pueden limitar que un intermediario inocente proporcione información voluntariamente. La autoridad solicitante puede no contar con la posibilidad de obtener información crítica en la etapa de investigación de un caso si la autoridad requerida no puede obligar a la producción de dicha información.”¹⁴⁰

¹³⁹ Cfr. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation. IOSCO, 2010.

¹⁴⁰ Traducción propia de: IOSCO, *Principles of Memoranda of Understanding*, Technical Committee, 1991, Washington, D.C., p.6.

En respuesta a esta problemática que limitaba las operaciones de los reguladores para procesar a los responsables de representar un riesgo en el sistema financiero, “en 1986, IOSCO adoptó la resolución en la que insta a sus miembros a proporcionar asistencia recíproca para obtener información relacionada con la supervisión del mercado y la prevención de fraude. El Comité Técnico estableció el Grupo de Trabajo n°4, Grupo de Trabajo de Observación e Intercambio de Información [Working Party on Enforcement and the Exchange of Information], para facilitar los esfuerzos multilaterales y mejorar la cooperación en materia de valores y futuros.”¹⁴¹

“El Grupo de Trabajo fue compuesto por 14 delegaciones representando a 10 países. [Los miembros del Grupo de Trabajo incluyen la Comisión de Valores de Australia, la Comisión de Valores de Ontario, y la Comisión de Valores Mobiliarios de Quebec de Canadá, la Comisión de Operaciones de Bolsa de Francia; El Ministerio de Finanzas de Alemania; la Commissione Nazionale per la Società e la Borsa de Italia; la Oficina de Valores del Ministerio de Finanzas de Japón; el Stichting Toezicht Effectenverkeer de los Países Bajos; la Asociación de Banqueros Suizos y el Departamento Federal de Asuntos Exteriores de Suiza; el Departamento de Comercio e Industria y la Junta de Valores e Inversiones del Reino Unido; la Comisión de Valores e Intercambios [SEC] y la Comisión de comercio de futuros de productos básicos de los Estados Unidos de América.¹⁴²] El grupo representó, por lo tanto, diferentes tipos de reguladores del mercado de valores y futuros e incluye autoridades con una amplia gama de poderes.”¹⁴³

“En 1989, el Comité Técnico respaldó una resolución que solicitaba a las organizaciones miembros de IOSCO celebrar MOUs sobre el intercambio de información en el que se comprometerían a proporcionar a su contraparte de información sobre una base recíproca sin importar si el asunto bajo investigación sería una violación de las leyes de la autoridad requerida. La mayoría de los MOUs existentes abarcan una amplia gama de temas

¹⁴¹ IOSCO, *Op. Cit.*, p.1.

¹⁴² Cfr. IOSCO, *Principles of Memoranda of Understanding*, Technical Committee, 1991, Washington, D.C..

¹⁴³ *Ídem*.

respaldados por el Comité Técnico. Al proporcionar en el MOU una amplia gama de asuntos para los cuales se brindará asistencia, La autoridad está segura de que recibirá la mayor asistencia posible con respecto a todas las cuestiones dentro de su jurisdicción. Si una Autoridad Requerida no puede brindar asistencia con respecto a cuestiones que no constituyen violaciones dentro de su propio estado sin violar su legislación interna, la autoridad solicitada debería considerar recomendar que se realicen las modificaciones apropiadas a esta legislación para permitir la asistencia, si tiene el poder de hacer recomendaciones en materia legislativa.”¹⁴⁴

“Al principio, la IOSCO alentó principalmente a sus miembros a que celebraran memorandos de entendimiento entre ellos y les dio recomendaciones sobre su contenido. Como cientos de dichos acuerdos se firmaron en la década de 1990, IOSCO se hizo cargo del proyecto de MOU para crear un conjunto único y uniforme de principios y mecanismos de cooperación, disponible directamente para todos los signatarios sin la necesidad de acuerdos bilaterales separados.”¹⁴⁵

“Durante los últimos dos años de la década de los ochenta, el Grupo de Trabajo centró sus esfuerzos en el estudio de las cuestiones relacionadas con el intercambio de información, con fines de investigación, entre autoridades administrativas de regulación de valores y mercados de futuros. En noviembre de 1990, el Comité Técnico publicó un informe del Grupo de trabajo n°4, titulado *Report Adressing the difficulties encountered while negotiating and implementing the Memoranda of Understanding (“MOUs”)*, el (1990’s Report).”¹⁴⁶

“El Informe de 1990 tuvo como objetivo ayudar a los signatarios a centrarse en las áreas de posibles dificultades que deben ser analizadas y discutidas en el proceso de negociación.

¹⁴⁴ *Ibidem*, p.3.

¹⁴⁵ Traducción propia de: Stavros Gadinis, *Three Pathways to Global Standards: Private, Regulator and Ministry Networks*, The American Journal of International Law, Vol. 109, No. 1, Cambridge University Press, 2015, p.26.

¹⁴⁶ Traducción propia de: IOSCO, *Principles of Memoranda of Understanding*, Technical Committee, 1991, Washington, D.C., p.1.

Identificó y discutió varias cuestiones que surgen en relación con el desarrollo y la implementación del MOU. En marzo 1991, el Grupo de Trabajo propuso aprovechar el trabajo realizado en el Informe de 1990 y desarrollar un conjunto integral de diez Principios que identifican los componentes específicos necesarios para un MOU óptimo.”¹⁴⁷

Así mismo, en este informe, se abordó el termino *MOU* en referencia a la celebración de un acuerdo bilateral o multilateral con el propósito de cooperar en el intercambio de información para la regulación del mercado entre los reguladores de valores y futuros (IOSCO MMOU). El término MOU de forma genérica se refiere a algún acuerdo de cooperación entre dos o más partes y puede referirse a múltiples materias sin tener que ser referente de la cooperación financiera entre los miembros de IOSCO.

“Los Principios contenidos en este Informe proporcionan un plan para el desarrollo del MOU por parte de las autoridades reguladoras con sus contrapartes extranjeras. Los principios generalmente son cortos y se complementan con algunas líneas de comentarios que explican su significado e implicaciones. El Grupo de Trabajo considera que el Informe de 1990 y los principios establecidos en este informe proporcionan una guía sustancial con respecto a los términos y operación de MOUs.”¹⁴⁸

Posteriormente los principios para el establecimiento de los MOU fueron dados a conocer en el texto *Principles of Memoranda of Understanding*, publicado por el Comité Técnico de IOSCO en 1991. Entre los principios publicados por el comité se encuentra la *confidencialidad* como la base del intercambio de información, donde los miembros se comprometen a utilizar la información transferida exclusivamente para los fines para los cuales fue solicitada y a tratar esta información con el mayor nivel de seguridad posible de tal forma que no sea de dominio público. Los mecanismos de confidencialidad deben ser recíprocos de tal forma que la información otorgada sea tratada con el mismo nivel de confidencialidad por parte del o de los solicitantes involucrados, igualmente, los organismos

¹⁴⁷ IOSCO, *Op. Cit.*, p.2.

¹⁴⁸ *Ibidem*, p.1.

pueden indicar a los solicitantes el nivel de confidencialidad de esta y dar sugerencias para su manejo.

Siguiente a la confidencialidad, los principios dictan el *Proceso de Implementación* donde exhorta a los signatarios del MOU a generar una guía para llevar a cabo el intercambio de información y donde las partes describan los “procedimientos que seguirán al realizar y ejecutar solicitudes de información de conformidad con el MOU; aquellos procedimientos deben ser consistentes con ambos signatarios, requisitos legales o impedimentos. Uno de los propósitos principales de un MOU es crear un marco de procedimientos para intercambiar información entre los reguladores. Por lo tanto, es importante que las partes en un MOU establecer claramente la manera en que se realizarán y ejecutarán las solicitudes.”¹⁴⁹

Las solicitudes de información bajo el esquema propuesto en los principios de 1990 hacen referencia a la solicitud de información donde se involucre a personas físicas ya que su condición jurídica es distinta a la personalidad jurídica con la que cuenta una entidad reguladora o un intermediario financiero. El rubro referido a *Los Derechos de las Personas Sujetas a una Solicitud de Información por Medio de un MOU* establece que “el hecho de que una investigación se lleve a cabo en nombre de una autoridad extranjera de conformidad con una solicitud de MOU no debe alterar los derechos y privilegios legales otorgados a personas en el Estado de la autoridad requerida. Debido a que es esencial proteger los derechos y privilegios legales de los sujetos, los signatarios de un MOU deben asegurarse de que los medios para ejecutar una solicitud sean consistentes con las leyes, métodos y requisitos de la autoridad requerida. Cuando las leyes y políticas de la autoridad requerida proporcionan una gama de opciones, las solicitudes deben ejecutarse de la manera más coherente con las necesidades de la autoridad solicitante. Las autoridades que negocian acuerdos de intercambio de información pueden considerar útil examinar el alcance e implicaciones de otros acuerdos o tratados entre los estados de los signatarios

¹⁴⁹ *Ibidem.*, p.4.

que, entre otras cosas, pueden garantizar que los ciudadanos de los países signatarios reciban garantías y protecciones similares.”¹⁵⁰

El apartado de *Consulta* hace hincapié en la solución de controversias entre los signatarios de un MOU haciendo notoria la necesidad de establecer un apartado en los MOU donde se establezcan los métodos para la resolución de controversias que puedan surgir entre las partes durante la operación del MOU o durante el proceso de intercambio de información. En este punto el Comité Técnico exhorta a las partes a la consulta frecuente para la revisión de aquellos desarrollos o propuestas que puedan afectar los intereses de las partes, así como los medios existentes para la cooperación recíproca.¹⁵¹

“En tal disposición podría especificar las circunstancias bajo las cuales se ayudaría a la operación del MOU a consultar, como cuando la asistencia puede ser o ha sido denegada, y también puede prever

consulta cuando lo solicite un signatario. Consultando sobre, por ejemplo, una negación de una solicitud de asistencia, la Autoridad solicitada puede identificar cierta asistencia que es capaz de proporcionar, y la autoridad solicitante puede beneficiarse de aprender más acerca de por qué la asistencia fue negada.”¹⁵²

La *Excepción de Política Pública* es considerada en el documento y la define como aquellas limitantes jurídicas en el intercambio de información. El marco jurídico de cada Estado es distinto entre sí, de igual forma que las atribuciones con las que están dotadas las instituciones nacionales encargadas de regular a los actores del sistema financiero local. Es por ello por lo que el MOU debe proveer a los signatarios del derecho a negarse a otorgar asistencia a sus contrapartes si esto implica una violación al marco jurídico nacional. “El concepto de *política pública* incluye aquellas acciones que afectan la soberanía, la seguridad

¹⁵⁰ *Ídem.*

¹⁵¹ Cfr. IOSCO, *Principles of Memoranda of Understanding*, Technical Committee, 1991, Washington, D.C..

¹⁵² *Ídem.*

nacional u otros intereses esenciales.”¹⁵³ En aquellos casos donde las políticas públicas de alguno de los involucrados represente una limitante potencial a la cooperación o sea contraria a los objetivos del MOU, los Estados parte deben incluir en el memorándum un mecanismo para abordar este potencial conflicto para que la autoridad requerida pueda confiar en una excepción de política pública al MOU para negar la asistencia.¹⁵⁴

Los *Tipos de Asistencia* entre los organismos vinculados mediante un MOU deben dejar en claro los alcances y las atribuciones con las que cuentan las autoridades reguladoras, así como el compromiso de estas para tomar las medidas razonables a su alcance para garantizar a sus contrapartes que cuentan con la capacidad de utilizar sus poderes nacionales para ejecutar solicitudes de asistencia. La asistencia referida en los principios de 1991 hace referencia a la disposición y alcances de la autoridad requerida para obtener documentos y declaraciones o testimonios de testigos, otorgando acceso a los archivos no públicos de la autoridad requerida, y la realización de inspecciones de entidades dentro de su jurisdicción. Este punto también establece que los reguladores que no cuenten con las atribuciones para producir documentos, obtener información u otorgar testimonio deben dar recomendaciones al órgano jurídico que las rige para la modificación de su estatus legal, a manera que puedan cumplir con anteriormente mencionado a fin de poder otorgar aquella información en el contexto de cooperación para la regulación.¹⁵⁵

La Participación de la Autoridad Solicitante es considerada como un punto importante durante la formulación del MOU. Esto supone que la autoridad solicitante de información con base en el MOU pueda participar en la medida permitida por las leyes y políticas de la autoridad requerida, de forma directa en la ejecución de una solicitud de asistencia. La participación de la autoridad solicitante es considerada como una medida deseable para asegurar que los recursos sean utilizados efectivamente en la ejecución de las solicitudes de asistencia.

¹⁵³ *Ídem.*

¹⁵⁴ *Ídem.*

¹⁵⁵ Cfr. IOSCO, *Principles of Memoranda of Understanding*, Technical Committee, 1991, Washington, D.C..

En *Principles of Memoranda of Understanding* (1991), el Comité Técnico ejemplifica la participación de la autoridad solicitante en conjunto con la autoridad requerida en el contexto de una solicitud bajo un MOU. En este supuesto, la autoridad solicitante colabora en la revisión de documentos y / o el interrogatorio de testigos argumentando que un alto grado de familiaridad con el registro de investigación puede ser necesario para obtener la información necesaria de testigos y documentos.¹⁵⁶ El argumento para la participación del solicitante recae en que las “investigaciones complejas a largo plazo por parte de la autoridad solicitante y los archivos de la investigación pueden incluir mucha más información de la que razonablemente puede ser incluido en una solicitud de MOU particular. En tales casos, la Autoridad Requerida debería considerar permitiendo que las personas más familiarizadas con el registro de investigación ayuden en la ejecución de la solicitud.”¹⁵⁷

Los principios guía para la formulación de MOU’s dan un panorama general de la forma en que los miembros deben cooperar para el intercambio de información, sin embargo, estos principios no son flexibles y limitan el marco de acción de los signatarios. El enfoque con el que estos principios buscan crear canales para colaborar son rígidos y sobreponen los intereses de la organización a través de los solicitantes con respecto de las instituciones requeridas. Si bien, IOSCO busca en la década de los noventa generar una red de supervisión global, este propósito limita el establecimiento de una relación de equidad entre los signatarios.

Este primer acercamiento para guiar la cooperación entre los miembros por medio del intercambio de información, sobreponen el interés propio sobre los de los signatarios. El principio referente a los *Tipos de Asistencia* da cuenta de las tareas que deben realizar los miembros con respecto a las solicitudes de información, impera que los miembros

¹⁵⁶ Cfr. IOSCO, *Principles of Memoranda of Understanding*, Technical Committee, 1991, Washington, D.C..

¹⁵⁷ *Ídem*.

solicitados generen los canales para la obtención de información para ser compartida sin considerar las limitantes internas que la ley local pueda imponer ni las atribuciones de la entidad regulatoria para este fin.

Los principios presentan limitantes en la congruencia entre el principio de *Participación de la Autoridad* y el de *Excepción de Política Pública* debido a que el principio de excepción reza que la autoridad requerida puede negarse a cooperar en una solicitud de información a través del MOU si esta representa un obstáculo en su legislación o pone en riesgo a la soberanía, los intereses nacionales u otras leyes domésticas y, en estos casos, las partes interesadas deben encontrar una vía a través la cual se pueda cumplir con el intercambio de información sin vulnerar la ley de la autoridad requerida.

Por otra parte, el principio de *Participación de la Autoridad* reza sobre la participación -casi forzada- del solicitante en las diligencias de recopilación de datos, deja en duda la posibilidad de la autoridad requerida para negarse a colaborar con base en una solicitud y da paso a la posibilidad de tener que ceder recursos locales a nombre de una entidad extranjera donde si bien, las diligencias llevadas a cabo por extranjeros se realizan de forma conjunta y bajo la ley del Estado requerido, esta acción puede ser utilizada como un medio para ejercer presión sobre el Estado requerido y actuar a favor de intereses ajenos más allá de las competencias locales. La aplicación de estos principios en el MOU vulnera el principio de confianza al juzgar si la contraparte cuenta o no con la capacidad de llevar a cabo una diligencia y deja bajas expectativas sobre el principio de reciprocidad ya que en el supuesto donde un país que no cuente con los medios para atender la demanda de información de otro, difícilmente tendrá acceso a colaborar en las diligencias correspondientes a una solicitud de información propia con alguna entidad para trabajar en el territorio de la entidad requerida.

Los principios publicados en 1991 hacen visible la brecha existente entre los miembros de IOSCO en cuestiones de equidad y de reciprocidad donde los Estados con mayor peso en el

sistema financiero -y por ende con mayor interés en la regulación del sistema financiero -, presionan a sus contrapartes por medio del Memorándum en vez de crear los canales de cooperación para lograr que las partes colaboren en condiciones iguales.¹⁵⁸ “Al principio, IOSCO alentó principalmente a sus miembros a firmar tales memorándums y que proporcionaran recomendaciones sobre su contenido.”¹⁵⁹

No obstante, la celebración de acuerdos para el intercambio de información entre reguladores se ha realizado de forma singular, previo al establecimiento del IOSCO Memorandum of Understanding de 2002. Los reguladores de diferentes países comenzaron a celebrar acuerdos bilaterales de asistencia mutua para reunir pruebas, examinar a los testigos, enjuiciar a individuos o congelar activos. La Securities Exchange Commission [de Estados Unidos] firmó el primer acuerdo de este tipo en 1982, con Suiza¹⁶⁰, “donde dada la dificultad de llevar a cabo investigaciones extraterritoriales dado las limitantes administrativas, los Memorándums fueron desarrollados como herramientas para eliminar dichos obstáculos e introducir una alternativa flexible”.¹⁶¹

Con la publicación de los principios de 1991 y con la participación de los miembros de la organización se llevó a cabo la mejora en la implementación y operación de los MOU’s entre los miembros, sin que estos MOU’s sean considerados como un elemento básico para ser adoptados por todos los miembros.

¹⁵⁸ Los principios mencionados: *Subject Matter, Confidentiality, Implementation Procedures, The Rights of Persons Subject to an MOU Request, Consultation, Public Policy Exception, Types of Assistance, Participation by The Requesting Authority y Cost-Sharing*, son extracto de IOSCO, *Principles of Memoranda of Understanding*, Technical Committee de 1991, Washington, D.C., pp.8 y son utilizados como referencia para mostrar los cambios que se han realizado en los principios de IOSCO correspondientes al Memorandum of Understanding desde 1990 hasta principios del año 2000.

¹⁵⁹ *Traducción propia de:* Antonio Marcacci, *Three Pathways to Global Standards: Private, Regulator and Ministry Networks*, *The American Journal of International Law*, Vol. 109, No. 1, Cambridge University Press, 2015, p.26.

¹⁶⁰ Aquellos memorándums son acuerdos no vinculantes entre los reguladores y no cuentan con ninguna autoridad formal que represente a los Estados respectivamente, pero acuerda que ambas partes se adhieran a lo establecido en el documento. En Antonio Marcacci, *Op. Cit.*, p. 26.

¹⁶¹ *Traducción propia de:* Antonio Marcacci, *IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets*, *Richmond Journal of Global Law & Business* [Vol. 12:1 2012], 2012, p.38.

“Como cientos de tales acuerdos se firmaron en la década de 1990, IOSCO se hizo cargo del proyecto de MOU para crear un conjunto único y uniforme de principios y mecanismos de cooperación, disponible directamente para todos los signatarios sin la necesidad de acuerdos bilaterales separados.”¹⁶²

A partir de los comentarios y las experiencias de quienes celebraron su implementación, así como los postulados en los principios fueron perfeccionándose hasta alcanzar un cierto nivel de homogenización y consecuentemente, conseguir que la cooperación se desarrolle en condiciones equitativas y se adapten en la mayor medida posible a la ley doméstica de cada regulador. Ha sido a través de la mejora continua que los principios son más flexibles y consideran las singularidades de sus miembros. La publicación de *Principles of Memoranda of Understanding* fue el preámbulo para que “estos principios llevaran al establecimiento del MMOU de IOSCO en 2002, el cual es considerado como el punto de referencia para reforzar la cooperación internacional.”¹⁶³

“Un marco para el intercambio de información (cualquiera que sea su forma) debe diseñarse para promover una colaboración más dinámica entre los reguladores. Dicho marco debe permitir a los reguladores adaptarse aún más a un entorno de valores transnacionales al tiempo que mejora la supervisión reguladora a nivel nacional, y ser lo suficientemente flexible para permitir a los reguladores celebrar acuerdos de supervisión bilateral, cuando sea necesario. El marco también debe tratar de minimizar los riesgos de que un participante del mercado explote una brecha regulatoria o de supervisión entre jurisdicciones mientras fomenta las discusiones y fomenta el desarrollo de mejores prácticas de cooperación de supervisión entre los miembros de IOSCO. Finalmente, el marco debe permitir, siempre que sea posible y apropiado, la divulgación de actividades u

¹⁶² Antonio Marcacci, *Op. Cit.*, p.26.

¹⁶³ Traducción propia de: Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*, Final report. IOSCO, 2010. P. 8.

operaciones no conformes de una entidad regulada que podría ayudar a los reguladores a obtener información relevante de otros reguladores sin tener que solicitar la información.

Los reguladores de valores han utilizado durante mucho tiempo los acuerdos de intercambio de información [...] para facilitar la consulta, cooperación y el intercambio de información en asuntos referentes a los valores. Estos MOU permiten a los reguladores que sospechan que ha habido una violación de sus leyes y / o reguladores buscar ayuda ad hoc de sus contrapartes en el extranjero cuando la evidencia de la posible violación puede estar fuera de sus jurisdicciones.”¹⁶⁴

“Los MOU de IOSCO fueron originalmente bilaterales y el primer Memorandum Multilateral (MMOU) es relativamente reciente, habiendo sido desarrollado después de los eventos del 11 de septiembre de 2001, y adoptado en mayo de 2002.”¹⁶⁵ “En 2002, se creó el IOSCO MMOU [*Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*], que se ha convertido en el estándar global para la cooperación entre los reguladores de valores. Ya sea de forma bilateral o multilateral, estos memorándums han mejorado los esfuerzos nacionales e internacionales y han demostrado ser invaluable para los reguladores en la ejecución de sus responsabilidades internas de aplicación.”¹⁶⁶

Con el desarrollo del IOSCO MMOU se busca atender las implicaciones que ha generado “la creciente actividad internacional en los valores y mercados de derivados, y la correspondiente necesidad de cooperación y consulta mutuas entre los miembros de IOSCO para garantizar el cumplimiento y el fortalecimiento de sus leyes y reglamentos hacia los valores y derivados. [Así mismo es necesario considerar la necesidad de crear canales de comunicación efectiva] [...], que subrayen la importancia de expandir la cooperación entre

¹⁶⁴ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Op. Cit.*, p.31.

¹⁶⁵ Traducción propia de: Antonio Marcacci, *IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets*, Richmond Journal of Global Law & Business [Vol. 12:1 2012], 2012, p.39.

¹⁶⁶ Traducción propia de: Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation. IOSCO, 2010, p.31.

los miembros de IOSCO.”¹⁶⁷ “Este MMOU fue visto como la herramienta perfecta para que los reguladores *intercambien información a través de las fronteras para cumplir con sus leyes nacionales.*”¹⁶⁸

El reto que supuso la creación de los canales de cooperación internacional busca generar una red de tránsito de información a través de los Estados donde estos puedan atender eventualidades y reaccionar de forma eficaz ante situaciones que vulneren la regulación o la seguridad internacional “con el deseo de brindar la asistencia mutua más completa posible para facilitar el desempeño de las funciones que se les confían dentro de sus respectivas jurisdicciones y para hacer cumplir o asegurar el cumplimiento de sus leyes y regulaciones.”¹⁶⁹

3.4 IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information.

Definición

“El Multilateral Memorandum of Understanding de IOSCO es reconocido por ser el referente internacional para el fortalecimiento de la cooperación y el intercambio de información.

El Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (MMOU) es el instrumento utilizado por los reguladores de valores para ayudar a asegurar una regulación global efectiva y, preservar y fortalecer el mercado de valores en todo el mundo.

¹⁶⁷ Traducción propia de: *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, International Organization of Securities Commissions, 2012, p.2.

¹⁶⁸ Traducción propia de: Antonio Marcacci, *IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets*, *Richmond Journal of Global Law & Business* [Vol. 12:1 2012], 2012, p.39.

¹⁶⁹ Traducción propia de: *IOSCO, Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, International Organization of Securities Commissions, 2012, p.2.

Desde su lanzamiento en 2002, el MMOU ha proporcionado un mecanismo a través del cual los reguladores de valores comparten entre sí el material esencial de investigación, como la información sobre beneficiarios y los registros de transacciones de valores y derivados, incluidos los registros bancarios y de corretaje. Establece requisitos específicos para el intercambio de información, asegurando que ningún secreto bancario nacional, leyes o regulaciones de bloqueo impidan la provisión de información de cumplimiento entre los reguladores de valores. Durante 15 años, los reguladores han utilizado el MMOU para ayudar a garantizar la cooperación mundial y fortalecer los mercados internacionales de valores.”¹⁷⁰

El MMOU de IOSCO es catalogado por los legisladores como un tipo de acuerdo flexible y de fácil adhesión el cual no cuenta con mecanismos complejos ni de lineamientos estrictos que requieran del estudio exhaustivo de su viabilidad para ser aceptado, es esta “sencillez la que permite que este instrumento sea compatible con las leyes locales y sea universalmente adoptado como un complemento al marco jurídico de los signatarios.

“El tipo de red trans gubernamental más informal se crea a través de acuerdos entre las agencias reguladoras nacionales. El MMOU, es el instrumento legal internacional de más rápido crecimiento en la última década, sirve de base para este tipo de red. Los MOU’s, en esencia, son acuerdos entre reguladores en áreas temáticas específicas y discretas que no conllevan cargas jurídicamente vinculantes. Los ejemplos representativos de MOU provienen de dos agencias reguladoras de los Estados Unidos: la Comisión de Bolsa y Valores [Securities and Exchange Commission] y el Departamento de Justicia. La proliferación de MOU’s entre las agencias reguladoras es el resultado de su flexibilidad y velocidad; con frecuencia son de tono informal, a menudo evitan el lenguaje legalista, al tiempo que especifican modos de cooperación, intercambio de información y el establecimiento de un marco para las redes en curso.”¹⁷¹

¹⁷⁰ Traducción propia de: IOSCO, *International Organization of Securities Commissions fact Sheet*, IOSCO, 2017, p.6.

¹⁷¹ Traducción propia de: Aditya Narain y Saibal Gosh, *Envolving International Supervisory Framework*, Economic and Political Weekly, Vol. 38 No. 6 (Feb 8-14, 2003), Economic and Political Weekly, p. 546.

El IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information se basa en una serie de lineamientos hechos por el Consejo de la International Organization of Securities Commissions, si bien este tipo de MOU enfocado a la regulación del sistema financiero tiene más de veinte años de su primera implementación, la popularización del MOU como instrumento regulador del sistema financiero se da a partir de 2002 donde este instrumento deja de ser un recurso contempla a todos los miembros de IOSCO, ya que al ingresar a la organización en automático los miembros son candidatos para formar parte del MMOU.

Esta consideración implica que los miembros de IOSCO deben adherirse a este instrumento para cooperar con el intercambio de información respecto a las actividades financieras realizadas al interior del Estado en caso de ser requerida por otros miembros de la organización. Así mismo con base en el IOSCO MMOU, la organización hace consultas a los miembros para generar un reporte anual donde se da cuenta de los avances en la regulación, los rezagos y nuevas problemáticas que puedan surgir.

“Los MOU para la cooperación regulatoria pueden ser bilaterales o multilaterales y varían en alcance y propósito. Por ejemplo, algunos miembros de IOSCO han celebrado memorándums [...] con sus contrapartes que cubren el intercambio de información y la cooperación relacionados con:

- Empresas de servicios financieros sujetas a supervisión por dos o más autoridades;
- Organizaciones de compensación sujetas a la supervisión de dos o más autoridades;
- Mercados vinculados en dos o más jurisdicciones o mercados afiliados a través de una estructura de propiedad común;
- El intercambio de información no pública específica del emisor relacionada con la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera por parte de empresas que cotizan en bolsa; y / o

- Grupos financieros sujetos a supervisión consolidada por una autoridad, con afiliados materiales sujetos a la supervisión de una o más de las otras autoridades.”¹⁷²

3.4.1 Estructura

Los MOU describen los términos y condiciones para compartir información regulatoria con sus contrapartes extranjeras. Dichos MOU facilitan las comunicaciones y proporcionan un mecanismo confidencial para compartir documentos relevantes. Por lo general, la estructura de un MOU regulatorio es similar a los MOU para la cooperación en la aplicación e incluye disposiciones para:

- “Consulta incluyendo:
 - Reuniones periódicas;
 - Notificación anticipada de:
 - Cambios regulatorios que podrían tener un impacto significativo en las entidades cubiertas, o
 - Eventos materiales que podrían afectar negativamente los mercados de los demás o la estabilidad de una empresa.
- Intercambio de información contenida en los archivos de los reguladores.
- Procedimientos para cooperación y acuerdos para visitas in situ de entidades reguladas de forma dual.
- Usos permitidos de la información:
 - El objetivo principal es realizar supervisión:

¹⁷² Traducción propia de: Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*. IOSCO, 2010. P.32.

- Los reguladores deberían establecer procedimientos para usar la información con fines de cumplimiento de sus atribuciones.

- Garantías de confidencialidad
 - Compromiso de mantener la confidencialidad de la información de supervisión no pública;
 - Establecer mecanismos para el intercambio posterior de información no pública por parte de la autoridad que recibe la información para:
 - Otras autoridades domésticas; o
 - Terceras autoridades extranjeras, por ejemplo, donde una empresa global tiene varios afiliados en todo el mundo o está registrada en varios países.

- Ejecución escrita de solicitudes de asistencia.

- Procedimientos de término¹⁷³

3.4.2 Atribuciones legales

Como parte del trabajo de IOSCO para fortalecer el alcance del memorándum, IOSCO utilizó los principios de 1991 (Principles for Memoranda of Understanding) para desarrollar un instrumento con mayor flexibilidad sin comprometer su alcance como instrumento regulador. En este *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (2002)* se manifiesta la necesidad de fortalecer las tareas de supervisión como parte de la nueva agenda internacional establecida a principios de 2002, la cual, da prioridad a la generación de acciones que mejoren y garanticen la seguridad internacional.

¹⁷³ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Op. Cit.*, p.33.

Por medio del MMOU, IOSCO busca proveer a los miembros de la organización de un mecanismo de asistencia mutua y recíproca, capaz de cubrir con los requerimientos jurídicos de las entidades reguladoras alrededor del mundo y de esta forma facilitar sus funciones al interior de su jurisdicción y de forma conjunta con sus contrapartes. Es por ello que en el MMOU quedan dispuestos los lineamientos que deben seguir las entidades supervisoras para preservar la supervisión conjunta.

El elemento central del *Multilateral Memorandum of Understanding* se define en el cuarto punto ya que en este se describen las actividades por las cuales las autoridades reguladoras pueden realizar consultas de información a sus contrapartes. En este apartado se identifican las disposiciones que se encuentran dentro de las competencias de las autoridades regulatorias, las cuales son sujetas a ser investigadas en conjunto con otras entidades en caso de ser requerido bajo el esquema del MMOU, estas actividades se definen como:

- a. Abuso de información privilegiada, manipulación del mercado, tergiversación de información material y otros fraudulentos o prácticas manipuladoras relacionadas con valores y derivados, incluidas las prácticas de solicitud, manejo de fondos de inversionistas y pedidos de clientes;
- b. El registro, emisión, oferta o venta de valores y derivados, y requisitos de informes relacionados con;
- c. Intermediarios del mercado, incluida la inversión y asesores comerciales que deben obtener una licencia o planes de inversión colectiva registrados, corredores, concesionarios y agentes de transferencia; y
- d. Mercados, intercambios y compensación y liquidación entidades.¹⁷⁴

Con respecto a la asistencia mutua y el intercambio de información, el *Multilateral Memorandum of Understanding* especifica en el sexto apartado los principios bajo los cuales operarán los organismos que se adhieran a este, donde el objetivo del memorándum es el de fortalecer la asistencia mutua a partir del intercambio de información sin que lo

¹⁷⁴ Cfr. IOSCO, *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*.

dispuesto este instrumento (MMOU) interfiera con el marco jurídico de cada Estado. También establece que las operaciones de intercambio de información se realizarán de conformidad con lo dispuesto en la legislación de cada jurisdicción. Otro punto relevante establece que la adhesión a este instrumento no es legalmente vinculante, por lo cual, ningún Estado cuenta con la capacidad de obligar o coaccionar a los Estados a compartir información o a hacerlos acreedores a algún tipo de sanción en caso de no cumplir con lo dispuesto en el MMOU. Así mismo, cabe mencionar que el fin último del Memorándum es el de sobreponerse ante las leyes locales¹⁷⁵, ya que el MMOU debe ser considerado como una serie de pasos a seguir con el fin de alcanzar la regulación y supervisión del sistema financiero.

Para asegurar que la asistencia mutua entre los signatarios sea adecuada, el inciso “b” de este apartado hace referencia a la disposición que deben tener los reguladores con respecto a la solicitud de información por sus contrapartes. En ese inciso, se detalla el compromiso al cual, los signatarios se adhieren, y consiste en que “Las autoridades manifiestan que no hay secreto interno ni bloqueo de las leyes o reglamentos que eviten la recolección o provisión de la información establecida en punto 7 [referente a la asistencia otorgada bajo el MMOU] a la autoridad solicitante.”¹⁷⁶ De esta forma, se asegura la participación y la disposición de los reguladores para cooperar en las diligencias llevadas a cabo por sus contrapartes.

La relevancia de este punto sexto radica en que cuenta con tópicos dedicados a la prevención de actividades ajenas a los propósitos y objetivos del memorándum los cuales están dispuestos en los incisos c. y d., mismos que establecen el marco de trabajo en las operaciones realizadas bajo el esquema del MMOU con el fin de eludir a operaciones mal intencionadas o que beneficien a particulares en nombre del MMOU al utilizar los recursos legales dispuestos en el memorándum o en nombre de alguno de los signatarios.

¹⁷⁵ Cfr. IOSCO, *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*.

¹⁷⁶ Traducción propia de: IOSCO, *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, 2012, p.3.

El inciso c. dicta que “Este Memorandum no autoriza o prohíbe a la autoridad a tomar medidas distintas que aquellas identificadas aquí [en el MMOU] para obtener la información necesaria para asegurar aplicación o cumplimiento de las leyes y regulaciones aplicables en su jurisdicción.”¹⁷⁷ De esta manera se establece que los signatarios son los responsables de las medidas tomadas para la obtención de información como parte de sus atribuciones como entidad reguladora.

En complemento a lo dispuesto en el inciso c., el inciso d. describe los límites de los sujetos adheridos al esquema del MMOU al dictar que “Este Memorandum no confiere a ninguna persona, ni una autoridad, el derecho o la capacidad, directa o indirectamente para obtener, suprimir o excluir cualquier información o impugnar la ejecución de una solicitud de asistencia en virtud de este MMOU.”¹⁷⁸

De este modo queda asentada la garantía donde los sujetos regidos bajo el MMOU tienen el compromiso de compartir la información solicitada por sus contrapartes sin que esta sea modificada, lo que representaría una obstrucción a las diligencias realizadas por otra entidad reguladora. Así mismo, este punto dicta que ningún sujeto puede utilizar la información obtenida como parte de una solicitud bajo el esquema del MMOU de IOSCO para fines distintos a los dispuestos por la autoridad solicitante.

A través de la generación de instrumentos para la cooperación y el fortalecimiento de los ya existentes por medio de la asistencia mutua y el intercambio de información para la supervisión del sistema financiero, se busca generar una red compuesta de recursos jurídicos homogéneos que limiten las operaciones ilícitas transfronterizas. Sin embargo, la diversidad en los recursos jurídicos con los que cuentan los signatarios del MMOU pueden resultar limitantes de los mecanismos para el intercambio de información. Esto se debe a que pueden presentarse situaciones donde se desarrollen controversias jurídicas en las cuales los acuerdos internacionales se contrapongan a lo dispuesto por la legislación doméstica o donde las disposiciones de un acuerdo internacional no son posibles de

¹⁷⁷ *Íbidem.*

¹⁷⁸ *Ídem.*

adoptar en la ley doméstica ya que, lo dispuesto por la ley internacional podría no encontrarse tipificado en la ley doméstica.

Como parte de las disposiciones referentes a la asistencia mutua, el inciso d. del sexto punto define que existen situaciones en las cuales los reguladores no pueden atender a una solicitud de asistencia y en consecuencia ser negada. Estas situaciones hacen referencia a procesos judiciales en curso o en aquellas donde la información solicitada afecte en el mantenimiento de la seguridad pública o seguridad nacional del Estado requerido:

“I. Cuando la solicitud requiera a la autoridad solicitada a actuar de una manera que violaría la ley nacional;

II. Cuando un proceso penal haya sido iniciado en la jurisdicción de la autoridad requerida basado en los mismos hechos y contra las mismas personas, o las mismas personas ya hayan sido objeto de una sanción final por los mismos cargos por parte de la autoridad competente de la jurisdicción de la autoridad requerida, a menos que la autoridad solicitante pueda demostrar que la reparación o las sanciones solicitadas en cualquier procedimiento iniciado por la autoridad solicitante no serían de la misma naturaleza o duplicado de cualquier compensación o sanción deliberada en la jurisdicción de la autoridad requerida.

III. Cuando la solicitud no se realice de conformidad con las disposiciones del Multilateral Memorandum of Understanding o;

IV. Por razones de interés público o interés nacional.”¹⁷⁹

En aquellas situaciones en las que una solicitud de asistencia sea negada como resultado de contravenir las leyes internas, se presenten situaciones en las que la entidad requerida no cuente con los medios o la capacidad para atender a la solicitud o la información requerida

¹⁷⁹ *Ídem.*

no se encuentre disponible bajo la ley nacional, la autoridad requerida debe otorgar a la solicitante las razones por las cuales no pudo ser atendida su solicitud.

El referente sobre los alcances de la asistencia entre los signatarios del memorándum está dispuesto en el inicio b. del sexto apartado y descrito a profundidad en el séptimo apartado donde se especifican las actividades basadas en el MMOU. Este apartado detalla que la asistencia disponible bajo este instrumento será brindada de forma ilimitada e indica que “se brinde mutuamente la asistencia más completa permitida para asegurar cumplimiento de las respectivas leyes y reglamentos de las autoridades solicitantes.”¹⁸⁰ En complemento a estas disposiciones, posteriormente se detalla la consistencia y los objetos de la asistencia:

“I. Proporcionar información y documentos contenidos dentro de los archivos de la autoridad requerida de acuerdo con lo establecidos en la solicitud de asistencia;

II. Obtención de información y documentos respecto a los asuntos establecidos en la solicitud de asistencia que incluye:

- Registros contemporáneos suficientes para reconstruir las transacciones realizadas con valores y derivados, incluidos los registros de todos los fondos y activos transferidos dentro y fuera del banco y cuentas de corretaje relacionadas con aquellas transacciones;
- Registros que identifiquen: al beneficiario y controlador, y para cada transacción, titular de la cuenta; la cantidad comprada o vendida; momento en que la transacción fue realizada; precio de la transacción; y el individuo y el banco o corredor y casa de corretaje que manejó la transacción; e
- Información que identifica a los beneficiarios o personas no naturales organizadas en la jurisdicción de la autoridad requerida.

[...]

¹⁸⁰ *Traducción propia de:* Antonio Marcacci, IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets, Richmond Journal of Global Law & Business [Vol. 12:1 2012], 2012, p.40.

c) No se negará la asistencia con base al hecho de que el tipo de conducta bajo investigación no sea considerada como una violación a las leyes y regulaciones de la autoridad solicitada.”¹⁸¹

Con base en lo dispuesto en el inciso c. del séptimo apartado, la continuidad en la asistencia sin importar que el cuerpo de la investigación no sea considerado como un ilícito en la jurisdicción solicitada, permite que los reguladores puedan continuar con sus diligencias y en caso de resultar así, hacer acreedores a alguna pena a aquellos sujetos que realicen ilícitos que afecten a entidades o personas ubicadas en otras jurisdicciones. Este tipo de elementos brinda al MMOU una dimensión transfronteriza que permita la regulación de operaciones realizadas entre jurisdicciones.

Actualmente las operaciones financieras involucran a entidades ubicados en diversas partes del mundo, lo cual, dificultan la labor de los reguladores al encontrarse con situaciones donde las actividades sujetas de una investigación fueron realizadas en jurisdicciones ajenas a aquellas en las que el ilícito repercutió, es por ello de la importancia del MMOU que permite que los reguladores puedan cooperar y contar con una mayor cobertura de acción entre jurisdicciones en apoyo de las autoridades locales.

Cabe destacar que dado el tipo de información compartida entre los reguladores como parte de las solicitudes de asistencia bajo el esquema del MMOU es información referente a personas físicas, entidades corporativas, bancos, agencias calificadoras y demás entidades parte del sistema financiero, el acceso a esta información es restringido y en consiguiente debe ser tratada con el mayor esquema de seguridad posible, ya que en caso de caer en manos del dominio público puede tener repercusiones en el sistema financiero.

Es por ello que esta información debe ser utilizada exclusivamente por la entidad a quien fue conferida y para los fines para los cuales fue solicitada. Para contar con el control tanto de los emisores como de los receptores de información, el apartado ocho especifica que las

¹⁸¹ Traducción propia de: IOSCO, *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, International Organization of Securities Commissions, 2012, p.4.

solicitudes de asistencia deben realizarse por escrito según lo previsto por IOSCO y debe ser dirigida a la oficina de contacto de alguna de las entidades que forman parte del MMOU. Por lo tanto, estas solicitudes de asistencia deben incluir:

- I. Descripción de los hechos subyacentes a la investigación que son el tema de la solicitud, y el propósito para el cual la asistencia es buscada;
- II. Descripción de la asistencia solicitada por la autoridad solicitante y expresar por qué la información buscada será de asistencia;
- III. Cualquier información conocida o en posesión de la autoridad solicitante que podría ayudar a la autoridad solicitada a identificar a las personas que se cree poseen la información o los documentos buscados o los lugares donde tal información puede ser obtenida;
- IV. Contar con la indicación de cualquier precaución especial que deba ser tomada durante la recopilación de la información debido a las consideraciones de la investigación, incluida la sensibilidad de la información; y
- V. Las leyes y reglamentos que pueden haber sido violados y que se relacionan con el tema de la solicitud.¹⁸²

Estas disposiciones deben ser contenidas en el documento donde se solicite la asistencia para que esta pueda darse, en caso contrario donde el documento resulte incompleto la asistencia no será concedida. Así mismo, previo a solicitud, la autoridad requerida solicitará la producción de documentos referentes a actividades financieras de cualquier persona designada por la autoridad solicitante que pueda poseer la información o documentación solicitada.¹⁸³

No obstante, hay situaciones en las que las entidades reguladoras necesitan de asistencia de forma urgente. En aquellas eventualidades, las solicitudes de asistencia pueden ser

¹⁸² Cfr. IOSCO, *Op. Cit.*.

¹⁸³ Cfr. IOSCO, *Op. Cit.*.

efectuadas por teléfono o facsímil, siempre que la comunicación sea confirmada a través de un documento original firmado¹⁸⁴ que haga constatar que se realizó una solicitud de asistencia.

La información recabada como resultado de una solicitud de asistencia bajo este memorándum debe tener como “propósito dentro del marco general para el uso establecido en la solicitud de asistencia, incluida la ejecución de un procedimiento civil o administrativo, como parte de las actividades de vigilancia o de cumplimiento de una organización reguladora (en la medida en que participa en la supervisión de las operaciones o de una conducta como tema de la solicitud), asistiendo en un proceso criminal, o conduciendo cualquier investigación por cualquier cargo general aplicable a la violación de alguna disposición especificada en la solicitud donde lo dispuesto se refiere a una violación de las leyes y regulaciones administradas por la autoridad solicitante. Este uso puede incluir procedimientos de ejecución que son públicos.”¹⁸⁵

Este tipo de información al ser relevante tanto para la entidad reguladora como para todas las partes del proceso al cual sea competente debe ser utilizado exclusivamente para lo convenido, sin embargo, “si una autoridad solicitante tiene la intención de utilizar la información provista bajo este memorándum para cualquier propósito distinto de los establecidos en el MMOU debe obtener el consentimiento de la autoridad requerida”¹⁸⁶ de tal forma que esta no afecte los intereses de la autoridad que facilitó la información a su contraparte.

“Para garantizar que la información no pública llegue a manos de terceros, el memorándum establece que todas las solicitudes de información deben hacerse de forma confidencial, así como su contenido y cualquier otro referente las solicitudes, al igual que las consultas entre dos o más autoridades y sobre asistencia no solicitada. Después de la consulta con la

¹⁸⁴ Cfr. IOSCO, *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, International Organization of Securities Commissions, 2012.

¹⁸⁵ Traducción propia de: IOSCO, *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, International Organization of Securities Commissions, 2012, p.6.

¹⁸⁶ IOSCO, *Op. Cit.*, p.7.

autoridad solicitante, la autoridad solicitada puede hacer público que la autoridad solicitante ha hecho un requerimiento si dicha difusión es requerida como parte de dicha la solicitud.”¹⁸⁷

Como parte de la protección de la información compartida a través de las solicitudes de información queda establecido que “la autoridad solicitante no divulgará documentos e información no pública recibida en virtud del MMOU, salvo lo previsto [en el caso de formar parte de un proceso judicial] en respuesta a una demanda legalmente exigible. En el caso de una demanda legal, la autoridad solicitante debe notificar a la autoridad requerida antes de cumplir con la demanda, y hará valer tales exenciones legales o privilegios con respecto a la información que pueda estar disponible. La autoridad solicitante hará todos los esfuerzos posibles para proteger la confidencialidad de documentos e información no pública recibido en virtud de este memorándum.”¹⁸⁸

De igual forma “antes de proporcionar información a una organización autorreguladora, de conformidad con el solicitante, la autoridad reguladora se asegurará de que la organización autorreguladora sea capaz y cumplirá de forma continua con las disposiciones de confidencialidad establecidas en este memorándum y que la información se usará solo de acuerdo con establecido en el MMOU y no será usado con fines de ventaja competitiva.”¹⁸⁹

De forma complementaria a lo establecido en los MOU, “los signatarios de un MOU también pueden adjuntar cartas adicionales [anexos], describiendo su interpretación de ciertos aspectos del MOU o explicando con más detalle sus intenciones. Dichas cartas pueden, por ejemplo, analizar con más detalle la naturaleza de su proceso de supervisión, los tipos de solicitudes legalmente exigibles de información que el regulador podría enfrentar y cómo el regulador planea proceder cuando se hace una demanda legalmente exigible, u otra

¹⁸⁷ *Ídem.*

¹⁸⁸ *Ídem.*

¹⁸⁹ *Ídem.*

información importante que los reguladores pueden desear compartir con respecto a sus procedimientos, regulaciones o leyes.”¹⁹⁰

3.4.3 Signatarios

“Tomó aproximadamente una década para que la mayoría de los miembros de IOSCO se convirtieran en signatarios partes del MMOU. De hecho, en los primeros años, el proceso de implementación fue tan lento que el Comité de presidentes empujó a acelerarlo. En la Conferencia Anual de IOSCO en Sri Lanka en 2005, el Comité de Presidentes tomó la decisión de obligar a todos los socios y asociados miembros con responsabilidad primaria de regulación financiera en sus países de origen ya sea para solicitar y ser aceptados como signatarios en el Apéndice A del MMOU, o para expresar, a través del Apéndice B, un compromiso para buscar la autoridad legal que les permita convertirse en signatarios antes del 1 de enero de 2010.¹⁹¹ A partir de octubre de 2012, son ochenta y seis miembros signatarios de IOSCO MMOU.”¹⁹²

El Apéndice A del IOSCO MMOU comprende una lista de los reguladores financieros de cada país (no existe límite de reguladores por Estado) que cumplan con los estándares legales para llevar a cabo sus actividades conforme a lo dispuesto por IOSCO a través del MMOU. En este apéndice se enlistan las entidades regulatorias, la jurisdicción en la que operan, así como la fecha de la firma de adhesión al MMOU. Para agosto del año 2018 este apéndice cuenta con 118 agencias signatarias¹⁹³

El Apéndice B describe el procedimiento que las agencias reguladoras deben seguir para aplicar a formar parte del memorándum. Este apéndice describe que todos los cuerpos

¹⁹⁰ Traducción propia de: Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*. IOSCO, 2010. P.34.

¹⁹¹ Traducción propia de: Antonio Marcacci, IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets, *Richmond Journal of Global Law & Business* [Vol. 12:1 2012], 2012, p.39.

¹⁹² *Ídem*.

¹⁹³ Cfr. IOSCO, *Signatories to Appendix A and Appendix B List*, en <https://www.iosco.org/about/?subSection=mmou&subSection1=signatories>, consultado el 7 de Agosto de 2018.

regulatorios miembros de IOSCO, ya sean ordinarios o asociados pueden aplicar a ser considerados a formar parte del MOU y las intenciones de formar parte del MOU deben ser presentadas a la Secretaría General.

Como parte del procedimiento los aspirantes deben responder el cuestionario de aplicación presentado en el punto IV del apéndice, en el cual el aspirante describe su capacidad para cumplir con lo establecido en este memorándum. En este cuestionario, los aspirantes deben identificar y explicar las medidas generales o específicas de sus leyes, las cuales identifican a la agencia o a un cuerpo independiente como aptos para obtener información referente a las actividades del mercado de valores local, realizar investigación sobre actores del mercado, recabar testimonios, entre otras actividades que puedan ser solicitadas como parte de una diligencia.

El aspirante debe contar con la capacidad jurídica para acceder a “registros contemporáneos suficientes para reconstruir todos los valores y transacciones de derivados, incluidos registros de todos los fondos y activos transferidos dentro y fuera de las cuentas bancarias y de corretaje relacionadas con aquellas transacciones; registros de transacciones de valores y derivados que identifican:

- 1) al cliente: y/o nombre del titular de la cuenta; y ii. persona autorizada para tramitar negocios;
- 2) la cantidad comprada o vendida;
- 3) fecha de la transacción;
- 4) precio de la transacción; y
- 5) al individuo o al banco o corredor o casa de corretaje que manejó la transacción;

Así como información ubicada en su jurisdicción que identifica a las personas que benefician poseer o controlar personas no naturales organizadas en su jurisdicción.”¹⁹⁴ Así mismo,

¹⁹⁴ Traducción propia de: IOSCO, *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, International Organization of Securities Commissions, Appendix B, 2012, p.15.

debe contar con la capacidad para proveer de dicha información y/o documentos a autoridades extranjeras como parte de una solicitud de información. La autoridad solicitante debe dejar en claro y comprobar que cuenta con la capacidad jurídica para asistir a una autoridad extranjera en un proceso de solicitud de información, de forma independiente de si cuenta con un interés en el asunto.

Cabe resaltar cuan minucioso es este cuestionario al solicitar al aspirante que “identifique y describa cualquier secreto nacional o bloqueo legal, reglas y regulaciones que se relacionan con la recopilación o provisión de documentación a favor de autoridades extranjeras”¹⁹⁵ al igual que regulaciones que limitan o restringen al uso de información por autoridades extranjeras. Por último, el cuestionario solicita al aspirante proporcionar la documentación que provea de confidencialidad a las solicitudes de información, a los requerimientos hechos por autoridades extranjeras, incluyendo consultas entre las autoridades y asistencia no solicitada.¹⁹⁶

Posterior al envío del cuestionario, lo ahí dispuesto será verificado por una serie de equipos verificadores los cuales están compuestos por algunos de los signatarios del MMOU, dichos grupos darán fe de que la información proporcionada es congruente y que la agencia reguladora cuenta con la autoridad legal, reglas y regulaciones necesarias para llevar a cabo lo dispuesto en el memorándum. “Con base en la revisión de las respuestas del cuestionario, los equipos verificadores harán recomendaciones al Grupo Evaluador [screening Group] con respecto a las aptitudes del solicitante para llevar a cabo cada uno de los dispuestos en el MOU citados en el cuestionario.”¹⁹⁷

El Grupo Evaluador hará las recomendaciones pertinentes al solicitante con base a sus respuestas, en caso de una respuesta negativa, el grupo notificará al solicitante e identificará de forma específica aquellos lineamientos del MOU en los que el solicitante

¹⁹⁵ IOSCO, *Op. Cit.*, p.16.

¹⁹⁶ *Cfr.* IOSCO, *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, International Organization of Securities Commissions, Apendix B, 2012.

¹⁹⁷ *Traducción propia de:* IOSCO, *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, International Organization of Securities Commissions, Apendix B, 2012, p.11.

presenta una autoridad legal insuficiente.¹⁹⁸ Posterior a ello “el solicitante tendrá la oportunidad, previa solicitud, de ser escuchado por el grupo de evaluación.”¹⁹⁹

“Los miembros que reciban la notificación de una decisión negativa [...] podrán expresar a IOSCO su compromiso de obtener la autoridad legal para cumplir con las disposiciones del MOU citadas en el cuestionario. Dichos miembros figurarán en una lista adjunta al [...] Apéndice B. Esta lista será mantenida y actualizada por el Secretario General de IOSCO. Las respuestas de dichos miembros, se publicarán en el sitio web exclusivo para miembros de IOSCO con el consentimiento de los solicitantes.”²⁰⁰

En la lista del Apéndice B del MMOU se encuentran “los miembros comprometidos a buscar la autoridad legal necesaria para permitirles convertirse en signatarios de pleno derecho del IOSCO MMOU (Apéndice A). Para estos miembros, la cooperación de acuerdo con las normas establecidas en el MMOU de IOSCO será provista en la fecha de su firma en el Apéndice A. Para agosto de 2018, en esta lista se encuentran once reguladores, entre los cuales figuran la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse de Argelia desde 2009 y el Center for Coordination and Development of Securities Market de Uzbekistán siendo el más reciente con su ingreso en 2014.”²⁰¹

A partir de agosto del 2018, había 118 signatarios de IOSCO MMOU. Otros once fueron incluidos en el Apéndice B, la lista de miembros que formalmente expresaron su compromiso de buscar los cambios legislativos y administrativos necesarios para lograr el cumplimiento de MMOU. En total, 12 miembros ordinarios no son signatarios del MMOU en ese momento. La mayoría de los 12 miembros de la Lista de no signatarios de IOSCO ('Lista MMOU 2013')²⁰² han tomado medidas concretas para abordar mediante enmiendas legislativas los problemas que les impiden cumplir con todos los requisitos de MMOU.

¹⁹⁸ Cfr. IOSCO, *Op.Cit.*.

¹⁹⁹ *Ibidem*, p.19.

²⁰⁰ *Ídem*.

²⁰¹ Traducción propia de IOSCO, Signatories to Appendix A and Appendix B List, en <https://www.iosco.org/about/?subSection=mmou&subSection1=signatories>, consultado el 7 de Agosto de 2018.

²⁰² El Comité Ejecutivo decidió que la IOSCO debería crear una lista después del 1 de enero de 2013 para incluir a los Miembros que no hayan presentado una solicitud para avanzar al Apéndice A de la IOSCO MMOU. La lista

“Un gran aumento en el número de signatarios en la última década ha llevado a un fuerte aumento en la cooperación transfronteriza, lo que permite a los reguladores investigar un creciente número de comerciantes, defraudadores y otros delincuentes con información privilegiada. En 2006, 526 solicitudes de asistencia fueron hechas por miembros de IOSCO de conformidad con el MMOU; la cifra anual aumentó a 3.203 en 2015 y a 3.330 en 2016.”²⁰³

3.4.4 Sanciones

El MMOU de IOSCO es reconocido por el éxito obtenido en la regulación de los mercados financieros y por ser un instrumento versátil que puede ser adoptado por todo aquel miembro de IOSCO que cuente con las capacidades jurídicas para llevar a cabo sus actividades bajo este esquema.

La efectividad de este instrumento se debe al alto estándar que otorga a las operaciones regulatorias y de asistencia, así como a la buena voluntad de sus signatarios debido a que no es un acuerdo vinculante que coaccione u obligue a sus signatarios a otorgar información para la asistencia de alguna de sus contrapartes, por lo tanto, las actividades de asistencia recaen en el bien común que representa apoyar a los demás signatarios en esta labor.

La regulación del mercado de valores busca la prevención de ilícitos tales como fraudes, lavado de dinero, financiamiento al crimen organizado/agrupaciones terroristas, daños a los mercados locales, entre otras actividades que afecten a la estabilidad del mercado o figuren como actos que otorguen ventajas o desventajas a los participantes del mercado. Estas metas vinculan a los signatarios en el objetivo común de contar con mercados más justos y seguros para los inversionistas, así como en áreas distintas como la seguridad nacional. Al tratarse de operaciones internacionales, tanto la coordinación, capacitación y la comunicación continua son puntos de interés para los reguladores al formar parte del

se llama 'Lista de 2013', pero se mantiene actualizada. Citado en IOSCO, *International Organization of Securities Commissions fact Sheet*, IOSCO, 2017, p.8.

²⁰³ *Ídem*.

bienestar común donde las acciones de cada uno de los reguladores repercuten en las operaciones de supervisión y regulación del resto de los supervisores.

Si bien este instrumento no presenta ningún tipo de sanciones explícitas para los reguladores que no cooperen ante una solicitud de asistencia o tengan un mal manejo de la información otorgada o no cooperen en las diligencias de sus contrapartes, los reguladores son vulnerables a ser “excluidos” de la red de cooperación que otorga el MMOU. Esta “sanción” implica la falta de cooperación recíproca por sus contrapartes.

“Al no cumplir con una solicitud de cooperación bajo el MMOU, los reguladores nacionales no solo arriesgan el daño reputacional sino también el rechazo de sus propias solicitudes por parte de otros. Tal rechazo podría ser especialmente problemático para los reguladores que supervisan los mercados donde los inversores internacionales están activos, porque limitaría la capacidad de esos reguladores para alcanzar el fraude que se origina a través de las fronteras. IOSCO ha establecido un grupo de monitoreo para identificar problemas con el cumplimiento de MMOU, incluidas violaciones por parte de los signatarios. El grupo puede “nombrar y avergonzar” a los infractores en foros exclusivos para miembros y, en circunstancias extremas, iniciar una revisión por pares del regulador infractor que puede culminar con la expulsión de un miembro.”²⁰⁴

3.5 Esfuerzos para la mejora regulatoria

La promoción e implementación de mejores prácticas regulatorias que promuevan un esquema de trabajo actualizado se basa en las recomendaciones y observaciones de los reguladores, así como en el intercambio de metodologías a través de la capacitación de los funcionarios de los reguladores en foros especializados y a través del intercambio de

²⁰⁴ Traducción propia de: Stavros Gadinis, Three Pathways to Global Standards: Private, Regulator and Ministry Networks, The American Journal of International Law, Vol. 109, No. 1, Cambridge University Press, 2015, p. 28.

tecnología, estas acciones se realizan con el fin de generar un esquema de trabajo homogéneo que cubra múltiples aspectos en la regulación.

La generación de nuevas metodologías, estrategias y normativas para la regulación se ha desarrollado a través de la mejora del know-how y la asistencia técnica. “IOSCO ha establecido mecanismos de intercambio de información y conocimiento, tales como recursos en línea (disponibles solo para miembros) que contienen preguntas frecuentes, interpretaciones y otros tipos de ayuda, que han recibido elogios de los miembros. Pero estos esfuerzos van más allá de proporcionar una guía autorizada a la capacitación real de funcionarios reguladores mediante la organización de programas de asistencia técnica. Reguladores bien dotados como la Australian Securities and Investments Commission, Financial Services Authority del Reino Unido y la Securities and Exchange Commission de Estados Unidos han ofrecido programas de capacitación a sus colegas extranjeros para ayudarlos a desarrollar habilidades prácticas, introducir enfoques de vigilancia y cumplimiento, y desarrollar sus filosofías regulatorias. Conforme a este ejemplo, IOSCO organizó su propia capacitación para funcionarios reguladores de los signatarios de MMOU.²⁰⁵ Con el tiempo, los programas de asistencia técnica se han convertido en un servicio clave que IOSCO brinda a los miembros, que los consideran la herramienta más efectiva para cumplir con los requisitos del MMOU.”²⁰⁶

Los programas de asistencia desarrollados por IOSCO están destinados a la creación de marcos regulatorios sólidos tanto en mercados en desarrollo como en mercados ya desarrollados, de esta forma se busca limitar al máximo la brecha existente entre los mercados en desarrollo y el resto de mercados. Es deseable un mercado global con el mismo estándar en materia regulatoria, ya que esto permitiría la creación de medidas regulatorias para los mercados emergentes con la asesoría de los reguladores de los mercados con mayor experiencia en el desarrollo de regulaciones, lo que significaría la utilización de recursos previamente desarrollados y probados para la creación de marcos jurídicos en las

²⁰⁵ Por ejemplo, se han organizado sesiones de entrenamiento en Kuala Lumpur, Malasia, en 2007; Santiago, Chile, en 2008; y Varsovia, Polonia, en 2008. *Cfr. Stavros Gadinis, Op. Cit..*

²⁰⁶ *Ídem.*

economías en desarrollo y así contar un mayor espectro regulatorio que permita el crecimiento del mercado a un ritmo más acelerado.

“IOSCO está trabajando en el desarrollo de herramientas destinadas a desarrollar y apoyar a mantener el crecimiento en los mercados. Su asistencia en capacitación y programas de educación para los miembros son la piedra angular de este esfuerzo.

Las recientes iniciativas de desarrollo de capacidades incluyen:

- Creación de On-line Toolkit, lanzada el 8 de marzo de 2016 [Esta serie de herramientas están destinadas] para ayudar a los miembros de IOSCO en sus esfuerzos por desarrollar e implementar marcos regulatorios efectivos para la regulación de los mercados de capital.
- El programa de centros regionales, comenzó en Malasia inaugurando el primer centro en marzo de 2017. A principios de octubre de 2017, el Centro Asia Pacífico celebró su primer taller sobre economía conductual. Este y futuros centros apoyarán la capacidad educativa y de formación general de IOSCO y ofrecerán programas personalizados para las diferentes regiones geográficas.
- Desarrollo del On-line Toolkit. Lanzado en marzo de 2016, el kit de herramientas constaba de dos componentes sobre supervisión y cumplimiento basados en el riesgo. Actualmente IOSCO está preparando cuatro nuevos componentes en mercados secundarios, esquemas de inversión colectiva, infraestructura de mercados financieros e intermediarios financieros. Cada componente proporciona un módulo detallado sobre el tema, una lista y descripción de las normas e informes de IOSCO, estudios de casos, seminarios web y presentaciones, bibliografías e investigación académica.
- Programa Conjunto de Certificación Global para Reguladores de Mercados de Valores lanzado con el Programa de Sistemas Financieros Internacionales en la Facultad de Derecho de Harvard

La segunda edición de la Fase I del Programa de Certificado Global de la Facultad de Derecho de Harvard IOSCO [...] cubrió los fundamentos de la regulación y el cumplimiento de valores. La Fase II se enfocó en retos regulatorios actuales y futuros y problemas emergentes, impartidos por destacados académicos de Harvard, reguladores de valores y líderes de políticas públicas. [...] Desde que el programa comenzó en 2016, un total de 185 miembros de IOSCO se han inscrito en él y 79 han completado el programa completo.²⁰⁷

²⁰⁷ *Traducción propia de:* IOSCO, IOSCO Fact Sheet, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2018, p.6.

IV. Prospectiva a la regulación del mercado financiero

Alcances del MMOU desde su implementación y el nacimiento del Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding

Desde su fundación en 1983, IOSCO se ha desarrollado como la organización encargada de regular a los intermediarios del sistema financiero y proteger a los inversionistas. Con el paso del tiempo, su labor se ha perfeccionado y ha evolucionado a la par del sistema financiero a modo que pueda superar los retos que su labor implica. Sus objetivos como entidad promotora de la cooperación por medio del intercambio de información para otorgar asistencia y establecer estándares internacionales, le han valido el reconocimiento a nivel mundial como formulador de estándares para la cooperación, mismos que han sido requeridos por entidades como el Fondo Monetario Internacional y el G20.

Como parte de la actualización constante que permite la vigencia de los principios y los instrumentos desarrollados por IOSCO, la organización establece una serie de metas y objetivos a mediano plazo. Estas metas se desarrollan con el fin de respaldar las prioridades operacionales y así enfocar las acciones y el esfuerzo común de los miembros. La tendencia en los objetivos de IOSCO se acopla a las necesidades de los miembros y al desarrollo del mercado, los objetivos planteados para el periodo de 2010 a 2015 se dirigieron hacia:

La identificación y el abordaje de los riesgos para el funcionamiento eficiente de los mercados por medio del desarrollo de la capacidad de investigación de los miembros a través del establecimiento de canales de comunicación con otros emisores de normas financieras a nivel internacional al igual que con otros organismos que tengan una misión similar o complementen las operaciones de IOSCO, por medio del fortalecimiento de los canales de transito de información a nivel interinstitucional.

El mantenimiento y la mejora del marco regulatorio internacional por medio del establecimiento y desarrollo de estándares internacionales a través de la elaboración de normativas de alcance internacional destinadas a la atención de riesgos emergentes mediante la revisión periódica de los objetivos y principios para la regulación de valores de IOSCO. A esto se suma el fortalecimiento de la capacidad regulatoria de los miembros mediante la adopción de cada uno de los principios dispuestos en *IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation* por los miembros y por la implementación de programas de capacitación y educación. Para fortalecer el marco de acción en las operaciones de vigilancia, IOSCO promoverá la adopción del MMOU solicitando a los miembros que cumplan con los estándares necesarios que sean signatarios del MMOU y así cooperar con aquellas jurisdicciones con un bajo nivel de cooperación.

Fortalecer la presencia de IOSCO dentro de la comunidad internacional para tener un mayor alcance en la promoción e implementación de sus objetivos y principios regulatorios por medio de la participación de IOSCO en foros de relevancia para el sector financieros y participación con organismos relevantes, así como generando un acercamiento con los inversionistas y los representantes de la industria financiera.²⁰⁸

El establecimiento de esta dirección estratégica y de nuevas prioridades está enfocado hacia el aumento en la capacidad operativa de la organización y estrechar aún más el vínculo que tiene con sus miembros. Por otro lado, la promoción del MMOU para su adopción por aquellos miembros no signatarios que no cuentan con una participación activa en la organización o tienen un marco jurídico suficiente para adoptar este instrumento, busca ampliar su área de influencia y al mismo tiempo fortalecer aquellos “eslabones débiles” que podrían afectar al sistema financiero y que podrían magnificar eventualidades como una crisis, el punto prioritario para IOSCO es prevenir una crisis financiera como la de 2008. En sus operaciones de vigilancia, IOSCO tendrá que considerar la forma en que administrará

²⁰⁸ Cfr. Presidents Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Resolution on IOSCO's Mission, Goals and Priorities*, IOSCO, 2010.

sus recursos y fortalecerá su estructura para vigilar el espectro de eventos clave en evolución del mercado.

La joya en la corona de IOSCO es el Multilateral Memorandum of Understanding, el cual se cierne como el instrumento que fomenta el acercamiento y la cooperación entre los Estados de un modo eficiente y sencillo en comparación con las implicaciones que representa la firma de un tratado internacional. El MMOU responde a la necesidad de compartir información de un modo sencillo y rápido para atender las necesidades de los reguladores nacionales, sin embargo, la cooperación por medio del MMOU va más allá de la protección a los inversionistas al contar con un alcance multidimensional, teniendo resonancia en la seguridad nacional de los Estados, no solo desde el enfoque en el cual la protección del sistema financiero nacional es una prioridad para el desarrollo del Estado, también desde el enfoque de la seguridad pública al interior del Estado y la seguridad internacional.

El MMOU como elemento de apoyo en la seguridad internacional se desarrolla en la palestra de la interconexión e interdependencia que existe entre los Estados. Con base en este instrumento los reguladores tienen la capacidad de rastrear transacciones que sean parte de operaciones del mercado negro, lavado de dinero o donde se financie a organizaciones terroristas u otras organizaciones criminales. Como resultado de las diligencias donde se utilicen los recursos que otorga un MOU, se pueden conocer los nombres de las personas, prestanombres, empresas y demás involucrados en dirigir fondos a estas organizaciones sin importar que estas se encuentren en otros Estados. De este modo, por medio de un MOU es posible conocer el origen de sus recursos, así como el destino de los mismos y para qué son utilizados.

“IOSCO ha crecido de forma exponencial en las últimas dos décadas y se ha ido definiendo siendo más estructurado y organizado. Sus objetivos originales se han ampliado y su producción normativa ha penetrado cada vez más la legislación nacional. La adopción de dos documentos importantes como el MMOU y *Objectives and Principles of Securities*

Regulation confirman esta tendencia.”²⁰⁹ Este crecimiento es proporcional al número de miembros que han adoptado el MMOU y al incremento en los intercambios de información, los cuales aumentaron después de la crisis de 2008.

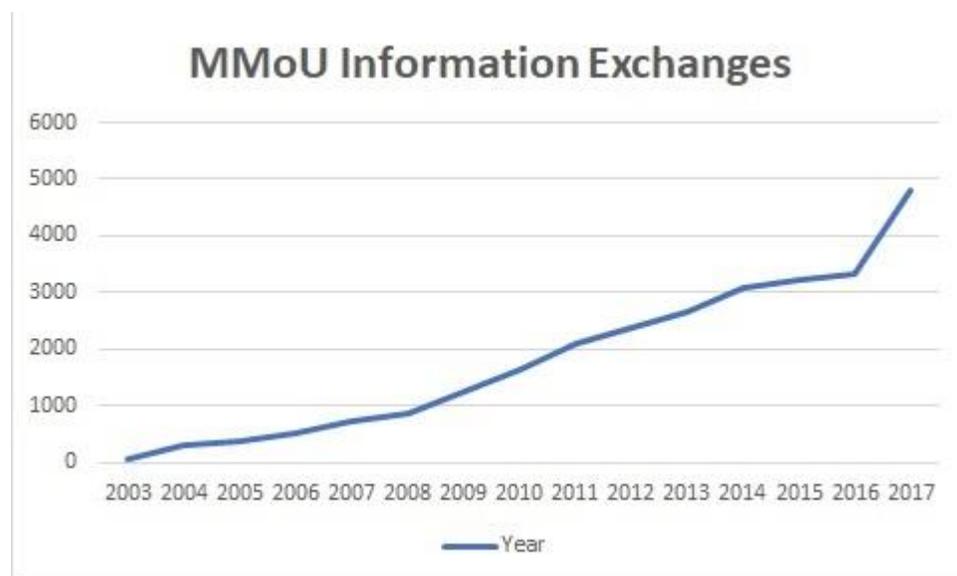
Cabe reconocer el éxito en la implementación de los objetivos de 2010 donde es evidente que el objetivo de mantener y mejorar el marco regulatorio internacional fue cubierto de forma satisfactoria, ya que en el periodo de 2010 a 2015 el número de intercambios de información realizados a través del MMOU tuvo un crecimiento de más del 100% pasando de 1,624 intercambios en 2010 a un total de 3,203 para el año 2015.²¹⁰

²⁰⁹ Traducción propia de: Antonio Marcacci, *IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets*, Richmond Journal of Global Law & Business [Vol. 12:1 2012], 2012, p.41.

²¹⁰ Cfr. IOSCO, *MMoU Information Exchanges*, en <https://www.iosco.org/about/?subsection=mmou> , consultado el 12 de agosto de 2018.

Tabla 3. Annual Fee 2016-2020 y Gráfica 1. MMoU Information Exchanges

Año	Intercambios de información
2003	56
2004	307
2005	384
2006	526
2007	726
2008	868
2009	1262
2010	1624
2011	2088
2012	2377
2013	2658
2014	3080
2015	3203
2016	3330
2017	4803



Fuente Tabla 3 y Gráfica 1.: Intercambios de información a través del MMoU, en IOSCO, MMoU Information Exchanges, en <https://www.iosco.org/about/?subsection=mmou> , consultado el 12 de agosto de 2018.

“Desde que se estableció el MMoU en 2002, ha habido un crecimiento significativo en la globalización y la interconexión de los mercados financieros, así como los avances en tecnología que han cambiado la forma en que opera la industria de valores y derivados y cómo ocurren las violaciones de las leyes de valores y derivados. Las lecciones de la crisis financiera mundial y la experiencia adquirida por los signatarios del MMoU de 2002 han dejado en claro que es fundamental mejorar el intercambio de información y la cooperación entre los miembros de IOSCO: mantener el ritmo de la evolución tecnológica, social y del

mercado; para reforzar la disuasión; y para asegurar que IOSCO continúe cumpliendo sus objetivos.”²¹¹

Factores como el desarrollo tecnológico, el crecimiento acelerado de los mercados emergentes, las recientes crisis económicas, la implementación de nuevas tecnologías al mercado financiero Fintech²¹² y el uso de canales virtuales para cometer ilícitos, son elementos de los cuales no se esperaba alcanzarían tal desarrollo y relevancia para el mercado en el corto plazo integrándose a al modo en el que se desarrollan las actividades financieras actualmente. Dichos aspectos del mercado al igual que su creciente desarrollo no se encontraban considerados dentro de los aspectos regulatorios del MMOU en 2002 al momento de su redacción.

Actualmente los reguladores alrededor del mundo enfrentan el reto de adaptar su maquinaria legal a estos nuevos factores que influyen en el mercado, si bien el MMOU es vigente y continúa siendo un referente para la cooperación, ciertas operaciones basadas en este instrumento cuentan con limitaciones dado que algunas situaciones no se encuentran consideradas dentro del memorándum. Como resultado de estas limitaciones, el regulador se enfrenta a restricciones en sus operaciones de supervisión y regulación en las que se involucren operaciones realizadas con recursos virtuales, por medio de canales virtuales y demás medios no contemplados en el MMOU, por ende, el regulador enfrenta nuevos retos como supervisor y como proveedor de cooperación.

Los reguladores enfrentan nuevos retos para supervisar las operaciones basadas en divisas virtuales, las cuales no son emitidas por ningún banco central, por lo cual, su valor no se encuentra respaldado y este depende de la oferta y la demanda de los usuarios, lo que hace

²¹¹ Traducción propia de: IOSCO, *Resolution on the Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, Presidents Committee, 2016, p.4.

²¹² Innovación financiera tecnológicamente habilitada que podría dar lugar a nuevos modelos comerciales, aplicaciones, procesos o productos con un efecto material asociado en los mercados e instituciones financieras y la prestación de servicios financieros. Definición desarrollada por Financial Stability Board. Definición consultada en Basel Committee on Banking Supervision, *Sound Practices Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, Bank for International Settlements, 2018, p8.

que estas divisas sean inestables y presenten periodos de volatilidad o de perdida. La importancia de estas divisas radica en el crecimiento de operaciones basadas en ellas, lo cual repercute en el sistema financiero. Así mismo otro factor importante en el uso de las criptomonedas²¹³ que sus propietarios son anónimos y las transacciones basadas en estas divisas no requieren de identificación de los involucrados. Al basarse en el anonimato y debido a que la creación de criptomonedas puede hacerse por cualquier persona son elementos difíciles de regular.

Esta regulación limitada repercute en que a través de criptomonedas se financie a organizaciones terroristas / crimen organizado, para realizar compras en el mercado negro y realizar fraudes. Dada la volatilidad de estas divisas las hace atractivas para los inversionistas y haciendo que crezca el número de usuarios de estas, al ser un recurso atractivo también han sido utilizadas para realizar fraudes a través de campañas de fondeo de proyectos o nuevas criptomonedas *Initial Coin Offering*²¹⁴ el cual consiste en invertir divisas físicas o virtuales para popularizar a las recién desarrolladas y otorgar valor a nuevas criptomonedas. Si bien, algunos reguladores comienzan a regular a plataformas digitales de intercambio de estas divisas como Bitco en México, también se han desarrollado regulaciones como la *Ley Fintech* igual en México y el desarrollo de leyes similares en Brasil, Argentina, Singapur y Reino Unido y demás Estados para la regulación de las operaciones basadas en medios virtuales, la adaptación a estas nuevas tendencias se ha desarrollado a paso lento. Son estas condiciones del mercado, las que han creado la necesidad de actualizar el MMOU y hacer frente a los retos que suponen la evolución del mercado.

²¹³ Las criptomonedas o monedas virtuales se definen como una moneda digital en la que se utilizan técnicas de cifrado se para regular la generación de unidades de moneda y verificar la transferencia de fondos, que operan independientemente de un banco central. Consultado en: Oxford living dictionaries, *Definition of cryptocurrency in English*, consultado en <https://en.oxforddictionaries.com/definition/cryptocurrency> el 16 de agosto de 2018.

²¹⁴ Las Initial Coin Offering (ICO) son una forma digital de recaudar fondos del público. Se llevan a cabo exclusivamente utilizando la tecnología blockchain distribuida. La "venta de tokens" o un "evento generador de tokens" son otros términos usados. Consultado en: Autorité Fédérale de Surveillance des Marchés Financiers FINMA, *FINMA Guidance 04/2017 Regulatory treatment of initial coin offerings*, FINMA, 2017. p.2.

Por estas razones es necesario el desarrollo de nuevas herramientas dirigidas al perfeccionamiento de los recursos jurídicos de regulación que supone el desarrollo tecnológico, el crecimiento de los mercados emergentes y la participación de nuevas prácticas como los *fondeos*. La regulación de estos nuevos factores que han adquirido peso y que no son contemplados en el MMOU de 2002 hacen necesario el desarrollo de instrumentos que abarquen estas nuevas prácticas.

Para hacer frente a estos nuevos retos, IOSCO ha establecido el *Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding* (2016) EMMOU con el fin de otorgar una nueva herramienta a los reguladores para brindar nuevas formas de cooperación con el fin de hacer más eficientes sus procesos de investigación y otorgar mejor asistencia posible así mismo fortalecer las regulaciones y leyes al interior de las jurisdicciones reconociendo los derechos y privilegios para cada persona en su respectiva jurisdicción a través de proveer las pautas para asistencia adicional²¹⁵

El Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding tiene sus inicios en 2010 con la “solicitud al Comité Ejecutivo de considerar si se debe desarrollar un estándar adicional más allá del IOSCO MMOU existente, teniendo en cuenta la evolución de los mercados y las prácticas de supervisión y cumplimiento; y considerando que desde ese momento, IOSCO ha debatido y consultado entre sus miembros sobre el desarrollo y la mejora del MMOU.”²¹⁶

“A pesar del éxito obtenido con la implementación del MMOU, los mercados de valores han experimentado cambios radicales en los últimos años [...]. Estas fuerzas llevaron a IOSCO a lanzar en abril de 2017 un estándar mejorado sobre el intercambio de información de aplicación transfronteriza que se basó en el MMOU. El EMMOU ofrece a los reguladores de valores nuevas facultades de aplicación para responder a los desafíos que surgen de los

²¹⁵ Cfr. IOSCO, *Resolution on the Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, Presidents Committee, 2016.

²¹⁶ *Ídem*.

recientes acontecimientos en los mercados financieros mundiales. Los poderes de ACFIT²¹⁷, como se los conoce, les permiten a los miembros:

- *Audit* Obtener y compartir documentos de trabajo de auditoría, comunicaciones y otra información relacionada con la auditoría o revisión de estados financieros;
- *Compel* Obligar a asistencia física para testimonio (al poder aplicar una sanción en caso de incumplimiento)
- *Freeze* Congelar activos de ser posible, si no, asesore y proporcione información sobre cómo congelar los activos, a petición de otro signatario;
- *Internet* Obtener y compartir los registros de proveedores de servicios de Internet existentes (pero no el contenido de las comunicaciones), incluso con la asistencia de un fiscal, un tribunal u otra autoridad, y obtener el contenido de dichas comunicaciones de las entidades autorizadas;
- *Telephone* Obtener y compartir los registros telefónicos existentes (pero no el contenido de las comunicaciones), incluso con la ayuda de un tribunal, fiscal u otra autoridad, y obtener el contenido de dichas comunicaciones de las entidades autorizadas.

Además, el EMMOU prevé la obtención y el intercambio de registros de comunicaciones existentes en manos de empresas reguladas.”²¹⁸

²¹⁷ ACFIT comprende las iniciales en inglés de Audit, Compel, Freeze, Internet, Telephone referentes a las nuevas atribuciones otorgadas por el EMMoU en materia de consultas de información.

²¹⁸ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Fact Sheet*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2018, p.8.

La resolución del Comité de Presidentes de IOSCO *Presidents Committee* referente al EMMOU está basada en la versión revisada del MMOU de 2012 donde describe las atribuciones de los signatarios de este nuevo instrumento. Cabe resaltar que “el existente MMOU de IOSCO [...] seguirá en vigencia en paralelo con el EMMOU de IOSCO, siempre que los signatarios sigan deseando utilizarlo. El EMMOU no pretende sustituir el IOSCO MMOU ni perjudicar a ningún signatario del MMOU. No hay sanciones u otras medidas destinadas a afectar negativamente los derechos de los signatarios de MMOU que no firman el EMMOU.”²¹⁹

Este nuevo instrumento incluye además de las cualidades vistas anteriormente, adiciones que otorgan mayor rigidez en la regulación, los cambios se presentan con el añadido de definiciones como la referente a la asistencia en la que se describe la Mayor asistencia posible *Fullest Assistance Permissible*. Este concepto hace referencia a la mejora en la asistencia que otorgan los signatarios y significa “cualquier forma de asistencia, ya sea expresamente mencionada o no en este EMMOU, que es competencia de las Autoridades para ser proporcionada mutuamente.”²²⁰

Con respecto a la información que puede ser solicitada a las contrapartes y son sujetas a una diligencia, el EMMOU establece que la información va más allá de documentación referente a las actividades financieras, en este instrumento, “Información incluye, pero no se limita a datos, documentos, metadatos, grabaciones, imágenes, de cualquier forma, y todas las compilaciones de datos que sirven para identificar, localizar o vincular dichos materiales, tales como inventarios de archivos, carpetas, y listas.”²²¹

Para fortalecer las solicitudes de asistencia y dado que actualmente las operaciones del mercado financiero tienen mayor dinamismo que en 2002, el EMMOU en su apartado

²¹⁹ IOSCO, *Op. Cit.*, p.2.

²²⁰ Traducción propia de: IOSCO, *Resolution on the Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, Presidents Committee, 2016, p.4.

²²¹ *Ídem*.

referente a la ejecución de solicitudes de asistencia expresa que las solicitudes deben responderse con la mayor brevedad posible. El EMMOU establece que “la autoridad requerida enviará un acuse de recibo de la solicitud de asistencia a más tardar en siete días hábiles después de su recepción, incluyendo los datos de contacto de una persona de contacto designada”²²² y “a más tardar siete días hábiles después de recibir una solicitud de informe de situación por parte de la autoridad solicitante, la autoridad requerida proporcionará a la autoridad solicitante una actualización sobre el progreso de los esfuerzos para asegurar la asistencia solicitada y de cuándo espera estar en condiciones de proporcionar la asistencia solicitada.”²²³ De este modo IOSCO promueve que el tránsito de información entre los reguladores se más dinámico y así tener un mayor control en las áreas competentes de los reguladores.

“Los reguladores de valores deben firmar el MMOU para convertirse en miembros de IOSCO. Ahora, el MMOU seguirá en vigencia siempre que los signatarios deseen usarlo. Sin embargo, el objetivo es que todos los signatarios de MMOU migren finalmente al EMMOU. La Secretaría General comenzó a aceptar solicitudes de EMMOU por parte de los miembros el 3 de abril de 2017 y, a principios de febrero de 2018, doce jurisdicciones presentaron sus solicitudes.”²²⁴ Esta migración supone la adaptación de la organización a los avances del mercado de valores y regular las actividades Fintech y de los mercados emergentes a la par de su crecimiento.

4.1 Nuevos retos para la regulación financiera: Fintech

Los lineamientos jurídicos para la regulación y supervisión de las actividades financieras que actualmente delimitan el funcionamiento del sistema financiero, van perdiendo cobertura a medida que las instituciones financieras integran a sus operaciones innovaciones tecnológicas, ya que en general, la redacción de la norma regulatoria es anterior a la

²²² IOSCO, *Op. Cit.*, p.10.

²²³ *Ídem.*

²²⁴ *Traducción propia de: IOSCO, IOSCO Fact Sheet, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2018, p.8.*

aparición de la innovación tecnológica. En algunas jurisdicciones, los reguladores no cuentan con un marco legal que regule a empresas proveedoras de servicios de tecnología financiera ajena a la producida por instituciones bancarias y actualmente algunos de los servicios que anteriormente eran prestados exclusivamente por los bancos ahora están siendo proporcionados por otras empresas ajenas al sistema financiero que pueden no estar reguladas por los supervisores.

El desarrollo de innovaciones tecnológicas aplicadas al sector financiero es conocido por *Fintech*, este concepto es definido por el Financial Stability Board FSB como: “Innovación financiera tecnológicamente habilitada que podría dar lugar a nuevos modelos comerciales, aplicaciones, procesos o productos con un efecto material asociado en los mercados e instituciones financieras y la prestación de servicios financieros.”²²⁵

“El ritmo acelerado con el que Fintech ha cambiado, hace que sea desafiante evaluar el impacto potencial en los bancos y sus modelos de negocios. Mientras que algunos observadores del mercado estiman que una porción significativa de los ingresos de los bancos, especialmente en la banca minorista, está en riesgo en los próximos 10 años, otros afirman que los bancos podrán absorber o superar a los nuevos competidores, mientras mejoran su propia eficiencia y capacidades.”²²⁶

Fintech se desarrolla principalmente en tres sectores de innovación relacionados con los servicios bancarios, esta categorización al igual que la definición de Fintech y diversos estudios en la materia fueron hechos por el Financial Stability Board y son utilizados como referente en estudios realizados por organismos como el Comité de Basilea en Supervisión Bancaria (Basel Committee on Banking Supervision) BCBS, dada la precisión y el avance en la investigación de este tema.

²²⁵ Traducción propia de: Basel Committee on Banking Supervision, *Sound Practices Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, Bank for International Settlements, 2018, p.8.

²²⁶ Basel Committee on Banking Supervision, *Op. Cit.*, p.5.

El primer sector está enfocado hacia la emisión de créditos, depósitos en instituciones bancarias y servicios de recaudación de fondos. Este sector involucra plataformas de *Crowdfunding* que involucra el financiamiento de proyectos o empresas mediante la recaudación de pequeñas cantidades de dinero de un gran número de personas a través de Internet²²⁷; de *Mercado de préstamos*; aplicaciones de *Banca móvil* donde el usuario realiza transferencias de capital entre cuentas, consulta estados de cuenta, localiza cajeros automáticos y realiza pagos de facturas de forma remota a través de una conexión a internet²²⁸ y *calificación crediticia*.

El segundo sector involucra diversos métodos de pago y se subdivide entre servicios para los cuentahabientes y servicios para instituciones o compañías, que involucra servicios especializados y en mayor volumen. Esta línea servicios dirigidos para los cuentahabientes, incluye instrumentos como: *Carteras móviles* (mobile wallets), que permiten realizar compras en comercios sin la necesidad de emplear tarjetas de crédito o débitos al momento de la transacción, otorgando al cliente mayor seguridad en caso de robo o extravío²²⁹; *Transferencias interbancarias* y transacciones basadas en *monedas virtuales*..

El otro rubro del segundo sector está enfocado en compañías e instituciones que requieren de servicios bancarios de forma masiva por medio de los recursos Fintech. Este rubro contempla productos como *Redes de transferencia de valores*, definidos como “servicios financieros que involucran aceptación de efectivo, cheques, instrumentos monetarios u otros valores y el pago de la suma correspondiente en efectivo u otra forma a un beneficiario por medio de comunicación a través de un mensaje, transferencia o a través de una red de compensación a la cual el proveedor de la transferencia pertenece. Las transacciones realizadas por tales servicios pueden involucrar uno o más intermediarios y

²²⁷ Cfr. Forbes, *What Is Crowdfunding And How Does It Benefit The Economy*, consultado en <https://www.forbes.com/sites/tanyaprive/2012/11/27/what-is-crowdfunding-and-how-does-it-benefit-the-economy/#37783c5abe63> el 16 de agosto de 2018.

²²⁸ Cfr. Investing Answers, *Mobile Banking*, consultado en <https://investinganswers.com/financial-dictionary/personal-finance/mobile-banking-2595> el 16 de agosto de 2018.

²²⁹ Cfr. Elizabeth Peterson, *Mobile Wallet: Definition & Apps*, Business News Daily, consultado en <https://www.businessnewsdaily.com/4514-mobile-wallet.html> el 16 de agosto de 2018. 7 – 68

un pago final a un tercero, y puede incluir cualquier nuevo método de pago. A veces estos servicios tienen vínculos con regiones geográficas particulares, entre los servicios que incluye este segmento se encuentran el pago de nóminas, ya sea al interior o exterior de las jurisdicciones.”²³⁰ ;

Transacciones de divisas al mayoreo (FX wholesale) las cuales son utilizadas por bancos, gobiernos, fondos de inversión y grandes empresas para comprar y vender divisas del mercado spot para obtener los recursos lo más rápido posible ya que el valor de las divisas cambia de forma constante.²³¹; y *Plataformas digitales de intercambio*, descritas como “portales en línea que permiten intercambiar una moneda digital (criptomoneda) por otra o incluso una moneda fiduciaria dependiendo del tipo de intercambio.”²³²

El tercer segmento de la categorización del FSB está dedicado a los servicios de administración de inversiones, donde se utiliza Fintech para el *Comercio de alta frecuencia* (high-frequency trading), descrito como una “plataforma de comercio que utiliza potentes computadoras para realizar transacciones [...] en fracciones de segundo. Utiliza algoritmos complejos para analizar múltiples mercados y ejecutar las transacciones solicitadas en función de las condiciones del mercado”²³³; *Copy trading*, involucra las operaciones comerciales donde los inversionistas comercian copiando automáticamente las operaciones de otro inversor, estas operaciones se definen como cartera o administración de inversiones²³⁴ ; *Comercio electrónico* y;

Robo-advisor, la singularidad de este servicio se basa en la limitada interacción humana, ya que la tecnología robo-advisor consiste en una forma digital de servicio de asesoría

²³⁰ Traducción propia de: Glossary to the FATF Recommendations. Citado en: Financial Action Task Force, *Guidance For A Risk-Based Approach Money Or Value Transfer Services*, Financial Action Task Force, 2016, p.7.

²³¹ Cfr. Monzo, *How Does the Wholesale Foreign Exchange Market Work?*, consultado en <https://monzo.com/blog/2016/01/08/how-does-the-wholesale-foreign-exchange-market-work/> el 16 de agosto de 2018.

²³² Traducción propia de: Hackernoon, *7+ Best Cryptocurrency Exchange Platforms | 2018*.

²³³ Traducción propia de: Investopedia, *High-Frequency Trading – HFT*.

²³⁴ Cfr. Financial Conduct Authority FCA, *Copy trading*.

financiera basada en algoritmos para ofrecer asesoría con la mínima intervención humana. “El proceso detrás del robo-advisor es similar al asesoramiento financiero tradicional, pero en lugar de hablar con un asesor financiero sobre los [...] objetivos, hay que completar una encuesta en línea. Después robo-advisor toma toda la información proporcionada, y desarrolla un plan de inversión u ofrece una cartera de inversiones. Incluso algunos servicios invertirán automáticamente el capital en función de las respuestas de la encuesta.”²³⁵

Los elementos de los tres sectores engloban la gama de servicios basados en Fintech para 2018, no obstante, hay otros tipos de servicios categorizados como Fintech, los cuales se encargan de brindar soporte a los servicios tecnológicos brindados por el sector financiero. El FSB integra dentro de Fintech a los servicios otorgados por terceros, los cuales son provistos por empresas de tecnología encargadas de desplegar los elementos en los cuales se desarrollarán las operaciones basadas en Fintech. Dichos servicios de apoyo son los encargados de establecer los canales operativos en los cuales se realizarán las transacciones virtuales sin estar involucrados directamente en la ejecución las transacciones virtuales, las cuales son realizadas directamente por las instituciones financieras.

Los servicios de apoyo al mercado intervienen de forma secundaria, sin embargo, son elementos necesarios para continuar con el desarrollo de innovaciones tecnológicas diseñadas para el mercado financiero. Estos servicios involucran *Data aggregation*, donde los datos brutos se recopilan y se procesan para ser expresados en forma de resumen para el análisis estadístico y así obtener información sobre recursos o grupos de recursos específicos.²³⁶; *Ecosistemas* (Infraestructura de código abierto), que se definen como plataformas digitales complementadas por aplicaciones hechas por compañías autónomas

²³⁵ Traducción propia de: IG Group Limited, *Robo-advisor definition*.

²³⁶ Cfr. IBM knowledge center, *Data aggregation*, consultado en https://www.ibm.com/support/knowledgecenter/en/SSBNJ7_1.4.3/dataView/Concepts/ctnpm_dv_use_data_aggreg.html el 18 de agosto de 2018.

externas a la que desarrolló la plataforma principal con el fin de expandir el sistema de uso y permitir nuevos usos finales e incluso imprevistos.²³⁷

Estos servicios incluyen procesamiento de datos, mismos que han adquirido un gran valor al contener la información necesaria para conocer el comportamiento de los usuarios por medio de Fintech y así pronosticar tendencias sobre el comportamiento de sectores específicos para el desarrollo de nuevos productos o tendencias que impacten en el sistema financiero. En el análisis y procesamiento de datos se emplea el análisis de big data²³⁸, el aprendizaje automático (machine learning) y el modelaje predictivo (predictive modelling), donde por medio de la aplicación de resultados conocidos, se crea, procesa y valida un modelo que puede ser utilizado para pronosticar resultados futuros.²³⁹

Por otro lado, la tecnología *Distributed ledger* implica “protocolos e infraestructura de soporte que permite a las computadoras ubicadas en diferentes lugares ingresar y validar transacciones, y actualizar registros de forma sincronizada en una red. La idea del distributed ledger describe un registro común de actividad que se comparte entre computadoras en diferentes ubicaciones [...]. Dicha tecnología es utilizada por organizaciones (por ejemplo, cadenas de supermercados) que tienen sucursales u oficinas en uno o varios países.”²⁴⁰

Aunado a esta red global de intercambio de datos también se encuentra el desarrollo de Fintech con fines de seguridad para tener un control de acceso, autorización, identificación y autenticación de los clientes para realizar alguna transacción. En este rubro se hace

²³⁷ Cfr. Financial times lexicon, *Definition of technology ecosystem*, consultado en <http://lexicon.ft.com/Term?term=technology-ecosystem> el 18 de agosto de 2018.

²³⁸ Cfr. Término utilizado para describir enormes cantidades de datos que no puede ser procesados o analizados utilizando procesos o herramientas tradicionales. Consultado en IBM Developer Works – Ricardo Barranco Frago, *¿Qué es Big Data?*, en <https://www.ibm.com/developerworks/ssa/local/im/que-es-big-data/index.html> consultado el 18 de agosto de 2018.

²³⁹ Cfr. Investopedia, *Predictive modelling*, consultado en <https://www.investopedia.com/terms/p/predictive-modeling.asp> el 18 de agosto de 2018.

²⁴⁰ Traducción propia de: Bank of international settlements, *What is distributed ledger technology?*.

referencia a la autorización para realizar transacciones, límites en movimientos, ubicación geográfica, acceso a datos e identificación del cliente, que abarca desde el uso contraseñas, hasta la recopilación de datos biométricos como registro de huellas digitales, registros de voz o registro de rasgos faciales, con el fin de contar con el reconocimiento inequívoco de clientes, inversionistas y demás involucrados en actividades financieras.

Dado al alcance global de las transacciones financieras, el almacenamiento de los datos requeridos para operar deben estar disponibles en cualquier parte del mundo y en el momento en que sean requeridos. Para contar con el acceso a estos datos, los bancos utilizan *Nubes*, donde los proveedores encargados del diseño de estas plataformas otorgan recursos computacionales/digitales que van desde aplicaciones hasta centros de datos por medio de Internet.²⁴¹

Siguiendo en esta línea de elementos basados en internet, el mercado financiero requiere de tecnologías donde se incluya el *Internet de las cosas*, esto se refiere básicamente a “conectar cualquier dispositivo con un interruptor de encendido y apagado a Internet (y/o entre sí). Esto incluye todo, desde teléfonos celulares, cafeteras, lavadoras, audífonos, lámparas, dispositivos portátiles y casi cualquier otra cosa.”²⁴² Esta red entre dispositivos permite monitorear en tiempo real el movimiento de activos y conocer las tendencias en la conducta de los clientes por medio del análisis de datos, utilizados en otras tecnologías basadas en *machine learning*. Relacionado con el aprendizaje digital esta la *Inteligencia Artificial*, un acercamiento puede ser la tecnología *Robo-advisor* que requiere mínima de intervención humana.

La *Inteligencia artificial* es un concepto referido al “desarrollo de sistemas informáticos capaces de realizar tareas que normalmente requieren inteligencia humana, como percepción visual, reconocimiento de voz, toma de decisiones y traducción entre

²⁴¹ Cfr. IBM, *What is cloud computing?*, consultado en <https://www.ibm.com/cloud/learn/what-is-cloud-computing> el 19 de agosto de 2018.

²⁴² Traducción propia de: Forbes – Jacob Morgan, *A Simple Explanation Of 'The Internet Of Things'*.

idiomas.”²⁴³ Sus aplicaciones en el sistema financiero permitiría realizar transacciones en todo momento, basándose en información en tiempo real, análisis por medio de algoritmos, prevención de riesgos, y demás actividades que requieren de la intervención humana. Sin embargo, el grado de complejidad al interior de Fintech y el acelerado ritmo en su crecimiento dan un reducido marco de acción para conocer sus implicaciones a mediano y largo plazo, su vulnerabilidad, eficacia, así como las tendencias que podrían desarrollar en el mercado.

Los elementos de estos tres segmentos y los de soporte del mercado constituyen actualmente la última tendencia en innovación del sector bancario y una gran inversión, así como en su momento fue la implementación de los cajeros automáticos. “Fintech tiene el potencial para reducir las barreras de entrada al mercado de servicios financieros y elevar el rol del uso de datos como una mercancía clave.”²⁴⁴ El valor agregado en la integración tecnológica al sector bancario, supone la reducción de costos, desarrollo de infraestructura virtual en lugar de física, aumento en el tránsito de capital, mayor acceso a recursos financieros, monitoreo de clientes y transacciones, así como el desarrollo de nuevos modelos de negocio más rentables y seguros para los inversionistas.

El crecimiento de Fintech data de 2010, cuando su aplicación comenzó a popularizarse, sin embargo, cuantificar el valor, el tamaño y su impacto en el sector bancario es difícil debido a su crecimiento. “Una medida de crecimiento que puede utilizarse es la inversión en capital de riesgo (Venture capital) [“tipo de financiamiento para una empresa nueva o en crecimiento.”²⁴⁵] en empresas Fintech. Un informe de la consultora KPMG [utilizado como referente del crecimiento de Fintech por el Basel Committee on Banking Supervision] muestra que, en 2016, la inversión global de riesgo en empresas Fintech alcanzó \$13,6 mil millones de dólares en 840 transacciones. Además de la inversión realizada por los fondos

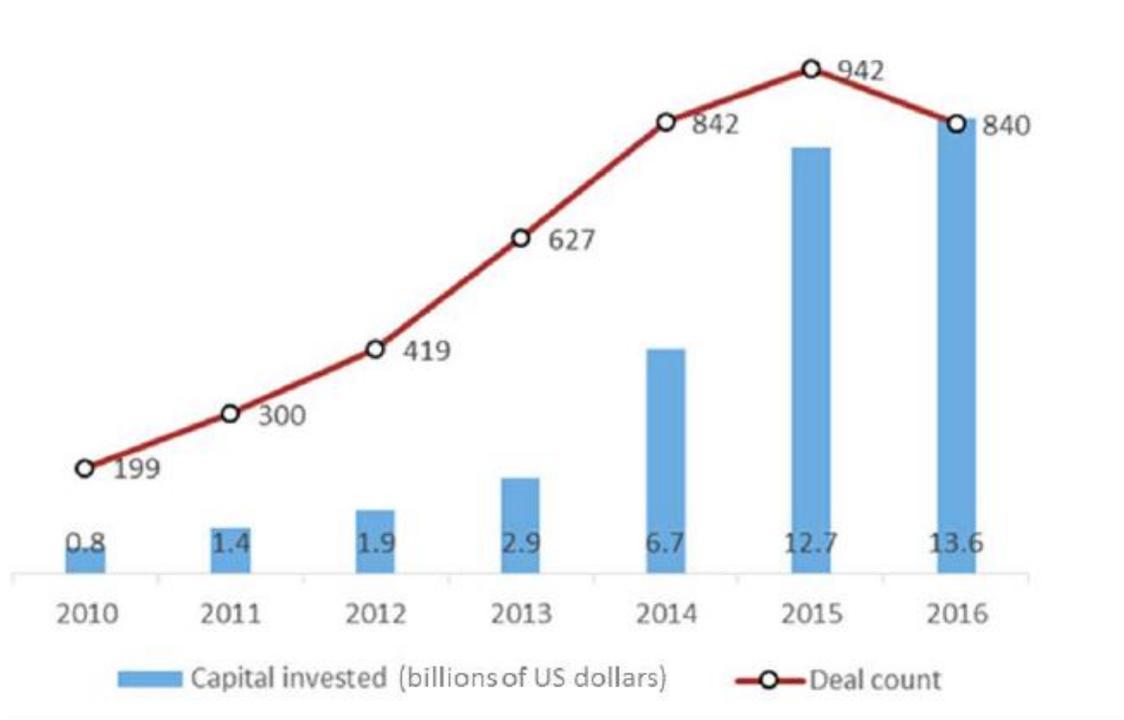
²⁴³ Traducción propia de: Forbes – Bernanrd Marr, *The Key Definitions Of Artificial Intelligence (AI) That Explain Its Importance*.

²⁴⁴ Traducción propia de: Basel Committee on Banking Supervision, *Sound Practices Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, Bank for International Settlements, 2018, p.4.

²⁴⁵ Traducción propia de: Business dictionary, *Venture capital*.

de capital de riesgo, muchos de los cuales están respaldados por instituciones financieras, bancos y otros inversionistas institucionales también están realizando grandes inversiones directas en compañías Fintech.”²⁴⁶

Gráfica 2. Inversión global de riesgo en compañías Fintech 2010-16.



Fuente: *Basel Committee on Banking Supervision, Sound Practices Implications of fintech developments for banks and bank supervisors, Bank for International Settlements, 2018, p.11.*

Esta tendencia en el crecimiento de la inversión de capital de riesgo se debe al valor que ha adquirido el mercado Fintech en los últimos años y apunta a que los inversionistas encuentran potencial en las empresas dedicadas al desarrollo de infraestructuras Fintech. La rentabilidad (y el riesgo) de invertir en las empresas radica en el ritmo de crecimiento en la adopción de esta tecnología, ya que estas empresas deben mantenerse actualizadas y acoplarse a las tendencias del mercado, por ende, es complicado conocer la rentabilidad de su aplicación a mediano y largo plazo.

²⁴⁶ Traducción propia de: Basel Committee on Banking Supervision, *Sound Practices Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, Bank for International Settlements, 2018, p.10.

Por otro lado, el riesgo de la inversión en empresas Fintech se basa en que parte del desarrollo de infraestructura digital es llevado a cabo por *startups*²⁴⁷ enfocadas a la innovación tecnológica y nuevos modelos de negocio. El riesgo que representa la inversión en startups radica en que estas empresas buscan introducirse al mercado, y para ello requieren de capital como inversión inicial que permita desarrollar sus productos, la inversión en este tipo de empresas es ventajoso porque los inversionistas pueden recuperar rápido su inversión y obtener una utilidad si los productos son rentables o perder su inversión en caso contrario.

El crecimiento en la inversión de capital de riesgo en Fintech aumentó en más del 500% en tan solo tres años, pasando de \$1.9 mil millones de dólares en 2012 a \$12.7 mil millones de dólares en 2015 como resultado del entusiasmo especulativo que motivó a los inversionistas a inyectar sus recursos.²⁴⁸

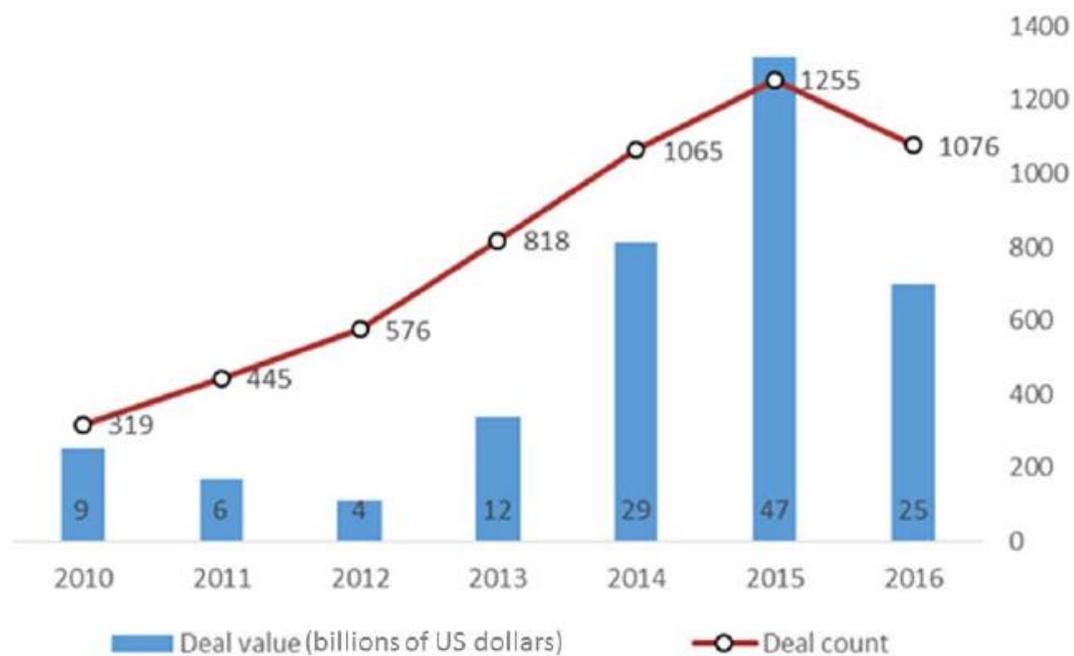
“Según datos de KPMG [empleados por el BCBS], el valor de las nuevas inversiones de Fintech cayó de \$ 47 mil millones de dólares en 2015 a \$ 25 mil millones de dólares en 2016.”²⁴⁹

²⁴⁷ Empresa joven que recién está comenzando a desarrollarse. Las startups suelen ser pequeñas e inicialmente financiadas y operadas por un puñado de fundadores o un individuo. Estas compañías ofrecen un producto o servicio que actualmente no se ofrece en otras partes del mercado, o que los fundadores creen que se ofrece a menor escala. Definición obtenida de: Investopedia, *What exactly is a startup?*.

²⁴⁸ Cfr. Basel Committee on Banking Supervision, *Sound Practices Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, Bank for International Settlements, 2018.

²⁴⁹ *Ídem*.

Gráfica 3. Inversión global total en empresas Fintech 2010-16.



Fuente: Basel Committee on Banking Supervision, Sound Practices Implications of fintech developments for banks and bank supervisors, Bank for International Settlements, 2018, p.12.

Tanto el crecimiento como la caída en las inversiones en Fintech, ya sea de forma global o de capital de riesgo, se debe a una posible ruptura de la burbuja especulativa donde los inversionistas motivados por la implementación de estas tecnologías así como el desarrollo de nuevas compañías invirtieron el capital como resultado de la tendencia en las inversiones. Esta ruptura podrá derivar del desconocimiento de las implicaciones que podría tener la adopción de Fintech en los próximos diez años, lo que se traduce en incertidumbre con respecto a la seguridad del capital invertido o los recursos financieros.

4.2 IOSCO y la regulación Fintech

La aparición de Fintech y su acelerado ritmo adopción es una ola de innovación que los reguladores no tenían contemplada, así como tampoco el potencial que tiene para dar acceso al mercado de servicios financieros, otorgar valor a los datos como un producto esencial, y potencializar el desarrollo de nuevos modelos de negocios. Es de esperar que

esta ola de innovación deje algo más que nuevos modelos de negocios y nuevos participantes, arrastrará de las profundidades incertidumbre por los riesgos, cuyas implicaciones aún no son calculadas para un largo plazo. Mientras esto sucede, son las instituciones bancarias la primeras en integrar estas innovaciones y adaptarlas a sus sistemas antes que llegue una segunda ola con regulaciones estrictas que limiten los beneficios que esta primer ola ha traído consigo.

Los servicios ofrecidos por medio de plataformas Fintech están siendo integrados dentro del espectro regulatorio de IOSCO y de las agencias que la conforman. Para alcanzar una regulación integral que contemple las actividades financieras físicas y virtuales, la regulación existente debe ampliarse y adaptarse a las tendencias que adopta el mercado de valores, así como también debe fortalecerse la supervisión más allá de las entidades financieras e incluir dentro del marco regulatorio a aquellas entidades encargadas del desarrollo, aplicación y/o mantenimiento de la infraestructura utilizada para Fintech.

“Con la adopción de nuevos sistemas, los desafíos surgen principalmente de tres factores: el tiempo, funcionalidad y sostenibilidad. Adoptar y comprender una nueva tecnología a menudo toma tiempo y requiere inversión de capital o recursos. La construcción convenida de un aparato legal puede tomar largos plazos de entrega y los participantes del mercado pueden buscar seguir la evidencia de éxito en lugar de comprometer sus recursos a una solución no probada. Las nuevas plataformas deben navegar hacia las demandas competitivas de los diferentes componentes del mercado, ya que estos mismos se encuentran en un estado de flujo a medida que se ajustan los roles y los modelos de negocio.”²⁵⁰

La implementación de Fintech dentro del mercado financiero involucra diversos riesgos, los cuales están siendo evaluados por los reguladores. Desde la perspectiva de IOSCO, la

²⁵⁰ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, IOSCO, 2017, p.44.

regulación a las actividades digitales debe asegurar la atención a los tres objetivos clave de la organización: “protección a los inversionistas; mercados justos, transparentes y eficientes; y estabilidad financiera. [Por otro lado la adopción de nueva tecnología involucra] otros riesgos y desafíos que son comunes en las plataformas de financiación, inversión y comercialización, incluido el riesgo de ciberseguridad y la necesidad de educación de los inversionistas.”²⁵¹

IOSCO ha encontrado múltiples riesgos en común entre las plataformas Fintech. Dichos riesgos podrían resultar en afectaciones a los inversionistas, mismos que varían de acuerdo con el tipo de plataforma, de servicio provisto y si se encuentra regulada o no. De ahí el primer indicio de complejidad para la regulación: la singularidad de cada plataforma, que si bien cuentan con la generalidad de ser utilizadas para realizar operaciones financieras a partir del proceso y análisis de datos, tanto sus procesos operativos, propósitos y finalidades son distintos entre sí. Cabe mencionar que actualmente una constante de riesgo es el ritmo de innovación en el desarrollo de nuevos modelos que puede resultar en la creación de plataformas por completo distintas a las actuales y que necesiten de nuevos esquemas regulatorios. Los riesgos en común encontrados en la operación de Fintech son:

“Riesgos de divulgación. Las propuestas de inversión en empresas pares [(P2P peer to peer²⁵²)] y plataformas de préstamo [...] pueden carecer de estandarización y proporcionar menos detalles que los valores en los mercados públicos. Por ejemplo, no todas las plataformas de préstamos P2P revelan datos predeterminados claros y comparables en sus carteras de préstamos. [...] Una empresa en etapa inicial puede proporcionar solo información limitada sobre su plan de negocios y operaciones porque no tiene operaciones completamente desarrolladas o una larga historia para proporcionar más información. Sin

²⁵¹ IOSCO, *Op. Cit.*, p.15.

²⁵² Un servicio peer to peer (P2P) es una plataforma descentralizada en la que dos personas interactúan directamente entre sí, sin la intermediación de un tercero. En cambio, el comprador y el vendedor realizan transacciones directamente entre ellos a través del servicio P2P. Definición consultada en Investopedia, *Peer-to-Peer (P2P) Service*, <https://www.investopedia.com/terms/p/peertopeer-p2p-service.asp> el 22 de agosto de 2018.

embargo, la divulgación que no está detallada o estandarizada no es necesariamente inadecuada o engañosa.”²⁵³

“Riesgo transfronterizo. Algunas plataformas han comenzado actividades transfronterizas mediante las cuales distribuyen préstamos/valores a personas físicas y a firmas de ciertas jurisdicciones a prestamistas/inversionistas establecidos en otras jurisdicciones. A menudo no está claro en esos casos bajo qué ley el prestamista/inversionista puede buscar reparación en caso de incumplimiento/quiebra.”²⁵⁴

“Riesgo de realizar solicitudes generales / actividades sin licencia. Las plataformas pueden afirmar que no participan en actividades reguladas porque solo ofrecen servicios de ejecución, servicios de información y servicios de vinculación. Sin embargo, en la mayoría de los casos, el hecho de que la plataforma y sus ofertas sean ampliamente accesibles, que ofrece una amplia serie de herramientas a los inversionistas y que recibe una compensación por estos servicios, puede llevar a la plataforma a cruzar la línea en el campo de las "actividades reguladas", que incluyen posiblemente solicitudes generales de asesoramiento sobre valores, actividades de agentes bursátiles u oferta de planes de inversión colectiva. La definición y los límites de estos conceptos regulatorios, y, como resultado, la protección de los inversores, varía considerablemente entre las jurisdicciones.”²⁵⁵

Mientras que los servicios digitales están vinculados con innovaciones tecnológicas desarrolladas por compañías ajenas al ejercicio de operaciones financieras, estas juegan un papel importante en la evolución y desarrollo de tecnología aplicada en el mercado financiero. Las empresas encargadas de proveer, diseñar e integrar la infraestructura virtual para Fintech centran su actividad en administrar la utilidad de la infraestructura y no del manejo de los recursos financieros de una entidad bancaria o de los inversionistas, estas

²⁵³ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, IOSCO, 2017, p.16.

²⁵⁴ IOSCO, *Op. Cit.*, p.16.

²⁵⁵ *Ibidem*, p.15.

compañías se encargan exclusivamente del desarrollo de la infraestructura digital, y de mantener en buenas condiciones los canales de tránsito de datos.

Sin embargo, dado que por medio de la infraestructura virtual transita información sensible para el sistema financiero, es necesario regular a estas entidades para que adopten los estándares de seguridad adecuados para prevenir que estos datos sean vulnerados, y prevenir eventos como el robo al Banco central de Bangladesh en 2016 así como, robo de identidad, desvío de fondos y demás actividades que afecten a los actores del sistema financiero o a todo el sistema en su conjunto. La regulación a este tipo de empresas debe ser minuciosa debido a que sus actividades repercuten en el mercado de valores.

Aunado a esto, también hay otros riesgos particularmente relacionados con la operación de las plataformas, algunos de estos riesgos resultan del alto nivel de anonimato y la falta de estándares que confirmen de forma detallada la identidad de los usuarios. Otros riesgos están dirigidos a la operación técnica en plataformas automatizadas de mínima o nula intervención humana que basan sus operaciones en la información otorgada por el inversionista (estos fallos podrían presentarse en tecnología como robo-advisor, machine learning o inteligencia artificial), por otro lado, el riesgo de utilizar plataformas donde no interactúen los involucrados en las transacciones financieras de forma directa (cara a cara, llamadas telefónicas, correos electrónicos), deja abierta la posibilidad de que se incurra en el robo de identidad, uso de identidades falsas, desvío de recursos financieros o robo de los recursos invertidos.

Estos riesgos son más comunes en operaciones realizadas por medio de plataformas de inversión y de compra/venta de productos financieros. La construcción de un esquema regulatorio de las actividades así como en el diseño de las plataformas permitirá la reducción de riesgos y amenazas. Sin embargo, mientras no se alcance un marco regulatorio que mitigue la mayor parte de los riesgos, estos seguirán latentes en el mercado Fintech, mismos que son identificados como:

“Riesgo de que la plataforma sea operada por entidades no registradas. Múltiples jurisdicciones requieren que las empresas se registren ante los organismos reguladores correspondientes antes de participar en una actividad de asesoría de bolsa o consultor de bolsa. Por ejemplo, las plataformas que obtienen comisiones o tarifas para efectuar transacciones en valores para usuarios de la plataforma pueden generar requisitos de licencia. Del mismo modo, las plataformas que ofrecen funcionalidades de negociación a sus usuarios, o que ofrecen asesoramiento de inversión en valores (como robo-advisers), generalmente también requieren una licencia. Además, incluso si una plataforma no está obligada a obtener una licencia en una determinada jurisdicción, [...] la disponibilidad transfronteriza de sus servicios puede generar requisitos de licencia, o posiblemente una violación de los mismos, en los mercados extranjeros donde los inversionistas se encuentran.”²⁵⁶

“Riesgo de error en "conocer al cliente" desde el punto de vista de la lucha contra el lavado de dinero y el control del fraude. Abrir una cuenta a través de Internet brinda la oportunidad de ingresar información falsa, tal vez para enmascarar la verdadera identidad por razones de privacidad, para crear un perfil que la firma considere aceptable para abrir una cuenta, o por razones criminales. Estos motivos para falsificar una identidad existen independientemente de la forma de servicio. Sin embargo, cuando está en persona, una empresa solicita ver una prueba de identificación gubernamental u otra prueba de identidad, como una licencia de conducir o un pasaporte que lleve la foto de la persona. En una situación solo en línea, la empresa debe implementar otros procedimientos, controles y saldos para protegerse contra el potencial de proporcionar información falsificada o robada.”²⁵⁷

²⁵⁶ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, IOSCO, 2017, p.31.

²⁵⁷ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, IOSCO, 2017, p.31.

*“Fraude por parte de los usuarios de la plataforma. Además del fraude del operador de la plataforma, el fraude puede ocurrir con las partes que ofrecen (y compran) valores en la plataforma. El aspecto en línea de las plataformas digitales crea anonimato. Si los usuarios de la plataforma no están debidamente controlados por el operador de la plataforma, el fraude de los usuarios de la plataforma puede ser una fuente de riesgo para los inversionistas.”*²⁵⁸

*“Riesgo de que los clientes no entiendan los servicios brindados o los productos ofrecidos. Los clientes pueden suponer que la oferta en línea de la empresa se ha vuelto lo suficientemente "inteligente" como para reemplazar a un asesor humano con tarifas significativamente más bajas, pero puede no ser consciente de que los asesores humanos puede ser capaz de comprender mejor las circunstancias únicas, ayudar al cliente a enfrentar mejor una corrección del mercado u ofrecer servicios adicionales, como impuestos, sucesiones y seguros planificación, como parte de un plan financiero completo. Puede ser el caso de que el comercio y las plataformas de inversión podrían ofrecer servicios similares o referencias a profesionales que puedan ofrecer estos servicios Sin embargo, sigue existiendo el riesgo de que, con un nuevo tipo de servicio, los clientes puede no entender el alcance, los riesgos y las limitaciones de los servicios que están siendo previsto.”*²⁵⁹

*“Evidentemente, es un desafío garantizar que el nuevo sistema se adapte adecuadamente al mercado electrónico y de bonos. Muchos participantes brindan soluciones tecnológicas de otros mercados reutilizados para la deuda corporativa, y necesitan ajustarse a los matices del mercado. Es a menudo difícil rediseñar la experiencia de la parte compradora relacionada con el inicio de la transacción y la negociación, entrega de liquidez, descubrimiento de precios y cotización de precios, -todo mientras se protege el anonimato del comprador- en nuevas plataformas tecnológicas.”*²⁶⁰

²⁵⁸ IOSCO, *Op. Cit.*, p.16.

²⁵⁹ *Ibidem*, p.32.

²⁶⁰ *Ibidem*, p.44.

“El impacto de la automatización en el comercio y la inversión para los reguladores, la innovación en el comercio minorista e inversión en forma de ofertas móviles que se combinan con análisis automatizados y algoritmos previamente reservados para profesionales e inversionistas institucionales, es muy rápido y diverso.

A medida que las plataformas de inversión y comercio minorista crecen en número y tamaño, y la asesoría brindada y la automatización involucrada se vuelve más compleja, y las auditorías [basadas en muestreo] pueden volverse menos adecuadas.

Los reguladores pueden necesitar contratar personal especializado que comprenda y pueda evaluar la tecnología y algoritmos que impulsan el comercio y consultoría. Los reguladores también pueden necesitar adoptar un enfoque hacia la vigilancia, incluida la solicitud de datos más frecuentes o diferentes.”²⁶¹

La necesidad de contar con un marco regulatorios de actividades Fintech busca atender las posibles implicaciones desarrolladas a partir del crecimiento demográfico y de los mercados. Como consecuencia del crecimiento de los mercados emergentes, la adopción masiva de tecnología móvil e internet la población se ha visto beneficiada con una creciente en el acceso a recursos digitales, mismos que han repercutido en la reducción brecha digital. “Los inversionistas entre de 18 a 34 años tienen más probabilidades de ser usuarios de internet y de teléfonos inteligentes y contar con redes sociales, en comparación con personas mayores a los 35 años en adelante. A medida que el ingreso de esta generación más joven aumenta con el tiempo, conducirá aún más al crecimiento del mercado para Fintech.”²⁶²

²⁶¹ *Ibidem*, p.36.

²⁶² Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, IOSCO, 2017, p.65.

Esto significa que un sector de la población en crecimiento, cuenta con acceso a servicios financieros digitales. Sin embargo, es necesario garantizar que estos servicios sean seguros y se promuevan esquemas de educación financiera ya que, si bien, este crecimiento demográfico significa que exista una concentración de personas jóvenes familiarizadas con el uso de aplicaciones y programas de computación, es necesario informar a los usuarios sobre los métodos adecuados para desarrollar actividades financieras y evitar daños a los inversionistas al sistema; así mismo es necesario que los canales de educación financiera permeen la brecha generacional existente y permita las condiciones para un mercado inclusivo.

“Una tendencia particularmente pronunciada en los mercados emergentes es la correlación entre los dispositivos móviles innovación y desarrollo de Fintech. [...] Se espera que la tecnología móvil e Internet impulse el crecimiento de la digitalización y la innovación en los mercados de capitales.

Es de esperar que los envíos de teléfonos inteligentes dentro de los principales mercados emergentes incluyendo India, Indonesia y Rusia verán un aumento del 200 por ciento entre 2014 y 2018. El número de conexiones de banda ancha en los mercados emergentes será el doble del desarrollado mercados a finales de 2016 y que la tasa de penetración de las redes sociales es positiva correlacionado con el aumento de las plataformas de crowdfunding.”²⁶³

La regulación en mercados emergentes debe ir a la par del desarrollo de Fintech en Estados donde a través de políticas públicas se fomenta el uso de medios virtuales para realizar transacciones, uno de los casos con mayor desarrollo es Suecia, donde “los billetes y monedas circulantes representan solo el 2% del PIB, muy por debajo del promedio de la zona euro que alcanza el 10% del producto. [...] De esta forma Suecia es una de las economías con menor uso de efectivo en el mundo, gracias a sus políticas de difusión del

²⁶³ *Ídem.*

pago electrónico y el alto grado de aceptación de las compras a través de aplicaciones telefónicas.”²⁶⁴

Más allá del fomento de transacciones por medios digitales, el Banco Central de Suecia “afirmó que podría transformarse en el primer banco entre las economías avanzadas en emitir su propia moneda digital. La explicación radica en que, según el Financial Times, entre 2009 y 2016 el número de billetes y monedas en circulación en Suecia se redujo un 40% y son cada vez menos los ciudadanos que utilizan el efectivo como medio de pago. De todas formas, esto no supondría una eliminación del dinero físico, sino que ambas monedas se complementarían.”²⁶⁵

Así mismo, la adopción a gran escala de estas tecnologías es visto en países como India donde se estima que de una población de 1,200 millones de habitantes, 150 millones no tienen una cuenta bancaria y donde a partir de 2016 el gobierno indio inició una campaña de reducción de circulante para incentivar el uso de transacciones electrónicas con la finalidad de reducir la corrupción, la informalidad, falsificación de dinero y combatir al crimen organizado; actividades que son realizadas por medio de transacciones en efectivo.²⁶⁶

4.3 Hacia la regulación de las operaciones virtuales

“La observación de tendencias clave, como la mayor disponibilidad de datos, el crecimiento exponencial en poder de cómputo que permite el análisis de conjuntos de datos cada vez más grandes, un acceso más amplio y la disminución del costo de los bienes y servicios, el aumento de la desintermediación y la intermediación, y cambios demográficos y generacionales: todos apuntan a un encrucijado de importantes cambios impulsado por la tecnología en la oferta de servicios financieros.”²⁶⁷

²⁶⁴ Unidad de Estudios y Proyectos Especiales de la Cámara Argentina de Comercio y Servicios, *Informe UEPE - Hacia una economía sin efectivo*, Cámara Argentina de Comercio y Servicios, 2017, p.1.

²⁶⁵ *ídem*.

²⁶⁶ *Cfr.* Unidad de Estudios y Proyectos Especiales de la Cámara Argentina de Comercio y Servicios, *Op. Cit.*.

²⁶⁷ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, IOSCO, 2017, p.75.

Los retos en la formulación de un marco regulatorio integral y de alcance multinacional para Fintech son de carácter transfronterizo “Si bien las empresas pueden operar a nivel mundial, la regulación es contemplada dentro de las fronteras nacionales o subnacionales. Esto puede crear desafíos en términos de coherencia regulatoria, así como de supervisión y cumplimiento. También crea un riesgo potencial de arbitraje regulatorio. La naturaleza global de Fintech puede contribuir a los desafíos que pueden ser abordados por medio de la cooperación e intercambio de información entre los reguladores.”²⁶⁸

La naturaleza de los operadores Fintech es de carácter transnacional lo que implica la regulación de sus actividades por múltiples jurisdicciones y la coordinación de estas por medio de canales de cooperación como el MMOU, EMMOU para atender situaciones concernientes respecto a estas. La complejidad en la regulación de la empresas Fintech se basa en la cartera de productos ofrecidos por los operadores ya que por medio de estas plataformas se ofrecen productos y servicios horizontales que incluyen productos concernientes para diferentes industrias lo que podría afectar a los perímetros regulatorios al interior de los Estados al tener que ubicar bajo qué marco regulatorio serán normados sus productos y servicios.

Las muestras de la implementación de un marco regulatorios multilateral al interior de la jurisdicción son realizada por los reguladores Hong Kong y Japón. “Hong Kong creó un grupo de colaboración múltiple establecido al nivel de la oficina de Servicios Financieros y del Tesoro. Representantes de las oficinas de los tres cuerpos reguladores de Fintech de Hong Kong son parte de este grupo de colaboración. Del mismo modo, en Japón, un nuevo Grupo de Trabajo del Consejo del Sistema Financiero [Working Group of the Financial System Council], es el órgano asesor del Japan Financial System Agency. [...] Como resultado, dos

²⁶⁸ IOSCO, *Op. Cit.*, p.70.

importantes enmiendas legislativas fueron desarrolladas (enmiendas a la Ley de servicios de pago (PSA) y la banca Ley).”²⁶⁹

Es claro que conforme al crecimiento de esta tecnología en la prestación de servicios, un marco regulatorio resulta ser cada vez más complejo ya que la adopción de esta tecnología continuará su desarrollo y no se detendrá. El reto para los reguladores es “alcanzar” a los nuevos modelos de negocio para regularlos y crear los puentes que permitan la correcta transición de los mercados tradicionales a los digitales al mismo tiempo que continúa promoviendo sus objetivos como entidad difusora de la protección a los inversionistas, equidad de mercado y estabilidad financiera.

“Los reguladores han aumentado su enfoque de política, por ejemplo mediante la emisión de nuevas regulaciones y orientación sobre áreas específicas de Fintech. [...] Los reguladores también han aumentado el enfoque de supervisión sobre las nuevas tecnologías que incluyen, por ejemplo, negociación algorítmica, crowdfunding, préstamos P2P, financiación plataformas, uso de almacenamiento en la nube, seguridad cibernética, autenticación y control de fraude.

De cara al futuro, los reguladores podrían, si así lo desean, seguir explorando la mejor forma de beneficiarse de la tendencias en Fintech. [...] Por ejemplo, los reguladores pueden aprovechar el aumento en los datos disponibles, así como la capacidad potencialmente mayor para acceder y procesar este datos, incluso mediante el uso de herramientas de análisis de datos y software para evaluar el cumplimiento de los requisitos reglamentarios. Los reguladores también pueden explorar aprovechando el nuevo software de cumplimiento y herramientas de vigilancia.”²⁷⁰

²⁶⁹ *Ídem.*

²⁷⁰ *Ídem* p.71.

La seguridad cibernética es la piedra angular en la regulación Fintech, y para garantizar el éxito de esta, es necesario el desarrollo de un estándar de seguridad actualizable, que dicte los parámetros mínimos de operación de plataformas Fintech y así proveer de un esquema de seguridad de la información utilizada en el mercado. La “seguridad informática y protección de datos asociados con Fintech y el aumento en la conectividad a internet se han visto afectados por la frecuencia y sofisticación de los ciberataques e violaciones observadas en los mercados emergentes y desarrollados. Estas implicaron interrupciones a las operaciones de las plataformas, el robo de información personal de los inversionistas o información financiera sensibles y pérdidas a los activos del cliente, entre otros. Los ciberataque puede debilitar la confianza del inversionista en las firmas y actividades de Fintech.”²⁷¹

Si bien, los ataques cibernéticos son un riesgo común en todos los mercados, ya sea en mercados desarrollados como en los emergentes, los mercados emergentes pueden enfrentarse a retos y riesgos adicionales debido a las limitantes presupuestales para la inversión en infraestructura orientada para la seguridad cibernética. “Para ayudar a los participantes del mercado a sortear los desafíos de seguridad cibernética y aumentar conciencia de los riesgos de ciberseguridad, varios reguladores de mercados emergentes como India y Malasia ha desarrollado o está en proceso de desarrollar marcos de ciberseguridad y legislaciones.”²⁷²

Un marco regulatorio debe ser abordado desde la perspectiva de la cooperación, la inclusión y la educación de los inversionistas y los reguladores para la prevención de ilícitos y ataques a las infraestructuras virtuales y bancos de datos. La asistencia técnica entre los reguladores de IOSCO para capacitar a sus contrapartes de mercados emergentes es una pieza clave para evitar que las características de estos mercados sean vistos como puntos vulnerables y sean propensos a ciberataques. Además, organizaciones como el FSB y el BIS

²⁷¹*Ídem*, p.72.

²⁷² *Ídem*, p. 72.

invitan a los reguladores formar parte del MMOU y del EMMOU y así fortalecer de forma conjunta la supervisión de los mercados virtuales, cooperar en sus diligencias y compartir información relacionada con las innovaciones en los servicios financieros desplegados en sus respectivos mercados, al igual que tendencias emergentes y consideraciones legales.

“IOSCO está llevando a cabo el trabajo para ayudar a sus miembros y participantes del mercado a mejorar la ciberseguridad en los mercados de valores. En febrero de 2017, IOSCO publicó el Informe de investigación de IOSCO sobre tecnologías financieras, que describe varios modelos comerciales innovadores y tecnologías emergentes que están transformando la industria de servicios financieros. El 6 de abril de 2016 publicó el informe *Cyber Security in Securities Markets - An International Perspective*. El informe reúne perspectivas de varios comités regionales y de políticas de IOSCO y partes interesadas sobre el tema de la resiliencia cibernética, y proporciona una revisión de los diferentes enfoques regulatorios relacionados con la ciberseguridad. También describe las herramientas potenciales disponibles para los reguladores para responder al riesgo cibernético, así como algunas de las prácticas adoptadas por los participantes del mercado.”²⁷³

²⁷³ IOSCO, *IOSCO Fact Sheet*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2018, p.6.

Consideraciones Finales

Prospectiva al ambiente internacional de cooperación (IOSCO 2020)

A partir de la implementación de un esquema de trabajo enfocado a futuro, la organización busca dirigir el rumbo de la organización y mantenerla como uno de los organismos de mayor relevancia en la producción de normativa para la cooperación a nivel mundial y también mantenerse a la vanguardia en la regulación del mercado de valores. Las directrices que adopta IOSCO están enfocadas a objetivos por alcanzar en periodos de cinco años; la elaboración de estas iniciativas por son previamente estudiadas y discutidas por los miembros de los comités y propuestas para ser aprobadas por el Comité de Presidentes.

Estas iniciativas son desarrolladas con el fin de reconocer los nuevos retos que están por venir para la organización; mantener la supervisión efectiva de los mercados de valores, reducir el riesgo sistémico, buscar que los Estados que no son parte de IOSCO se integren a la organización; que los miembros actuales fortalezcan sus actividades regulatorias y que aquellos que no son parte del MMOU se adhieran a este. Estas medidas resultan en un plan estratégico que fortalezca el trabajo conjunto de los miembros para implementar estos objetivos en sus agendas.

La actualización de los objetivos y prioridades de la organización delimita los puntos prioritarios que deben atender los miembros y se formulan de acuerdo las tendencias del mercado de valores, como riesgos, nuevas prácticas y el desarrollo de mercados emergentes. Como antecedente se tiene el cumplimiento de los objetivos propuestos por la organización para el periodo 2010-2015. Sin embargo para los objetivos propuestos en el periodo 2015 – 2020 IOSCO aumentó la cuota para sus miembros argumentando que los retos por cumplir en este periodo requieren mayores recursos dada la complejidad de estos.

“En su Conferencia Anual de junio de 2015, IOSCO aprobó su Dirección Estratégica 2020, que prevé que su objetivo para el resto de esta década será reforzar su posición como el

punto de referencia mundial clave para la regulación de valores. La estrategia y el objetivo se implementarán a través de 43 iniciativas en planes de acción que cubren seis áreas prioritarias:

- Investigación e identificación de riesgos: identificación de los riesgos que surgen de los mercados de valores, incluidas las actividades de mercado, la tecnología y el desarrollo de productos, y las consecuencias no intencionales de los cambios o cambios propuestos en las leyes y reglamentos.”²⁷⁴

Este objetivo implica el impulso al trabajo de investigación e identificación de riesgos por parte de los miembros, mismos que deben incorporar a estas, las aportaciones de los diferentes comités para poder contar con una perspectiva multidimensional que amplíe la profundidad de la investigación. Para ello, es necesario que el consejo apruebe el plan de trabajo para la investigación y monitorearlo con base en recomendaciones formuladas por el Comité de Riesgos Emergentes (CER). Así mismo es necesario que dentro de este programa se consideren las necesidades de los miembros de los mercados emergentes y de crecimiento que se encuentran en diferentes niveles de desarrollo. En complemento, para lograr este objetivo, es necesario desarrollar los mecanismos a través de los cuales los riesgos emergentes identificados por los comités sean recopilados y analizados e integrados dentro del proceso de planificación anticipada.²⁷⁵

- “Establecimiento de normas y orientación en desarrollo: Mejora del marco regulatorio internacional para los mercados de valores mediante el desarrollo de normas y orientación que sean oportunas, receptivas a la evolución del mercado y reconocidas internacionalmente;

²⁷⁴Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Fact Sheet*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2018, p.8.

²⁷⁵ Cfr. IOSCO, *IOSCO's Strategic Direction 2015 to 2020*, International Organization of Securities Commissions.

- Monitoreo de la implementación: promoción de la implementación de las normas IOSCO a través del monitoreo y la evaluación;
- Desarrollo de capacidades: abordar las necesidades de desarrollo de capacidades de sus miembros, particularmente en el crecimiento y los mercados emergentes.”²⁷⁶

IOSCO está enfocado en el desarrollo de capacidades que brinden a sus miembros las herramientas que mejoren las operaciones de los reguladores. La función de la Secretaría para este fin, es organizar comisiones conformadas por personal de los miembros para que estos colaboren con otros miembros en programas de capacitación. También se trabaja en el lanzamiento del Programa de Certificado Global (Global Certificate Program) aprovechando la experiencia de los miembros en el diseño de programas similares y otros recursos.²⁷⁷

Por otro lado, “la Secretaría trabaja en el diseño y la implementación de programas de capacitación en línea para complementar las iniciativas de educación y capacitación "en persona" de IOSCO. Los programas en línea deben ser respaldados por la entrega de un número acordado de Talleres y Seminarios en cada región de IOSCO en base a las prioridades determinadas [...] para esa región. Los miembros deben ser encuestados cada año sobre sus prioridades y capacidad para recursos de estas actividades. Esas prioridades deberían determinar los programas que se entregarán en el año siguiente.”²⁷⁸

- “Cooperación e intercambio de información: fortalecimiento del intercambio de información y la cooperación en la aplicación de la regulación de los mercados y en la supervisión de los mercados y los intermediarios del mercado.”²⁷⁹

²⁷⁶ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO Fact Sheet*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2018, p.8.

²⁷⁷ Cfr. IOSCO, *IOSCO's Strategic Direction 2015 to 2020*, International Organization of Securities Commissions.

²⁷⁸ *Ídem*.

²⁷⁹ IOSCO, *Op. Cit.*, p.8.

La importancia de mantener el desarrollo para la adopción de estos instrumentos de cooperación se basa en que representa un mecanismo de influencia de IOSCO sobre las entidades reguladoras de valores al mismo tiempo que ejerce presión sobre aquellos Estados que no son parte de la organización o no cuentan con las medidas necesarias en sus regulaciones para integrarse al MMOU.

Los retos presentes para la organización están relacionados con actividades virtuales y mitigar los posibles riesgos que deriven de estas, es por ello que la promoción del MMOU permitirá tener un mejor control del mercado. El impacto directo del MMOU más allá de establecer canales de cooperación e intercambio de información, es en su influencia en las leyes de regulación de valores y el establecimiento de un marco regulatorio rígido a partir del cual los reguladores de valores puedan tomar medidas contra las infracciones de a pesar del hecho de que la información deba obtenerse fuera de la jurisdicción. El MMOU está estrechamente vinculado a la agenda de IOSCO y que por medio de este que se promueve la adopción de algunos de los Objetivos y Principios promulgados por IOSCO.

- “Colaboración y compromiso con otras organizaciones internacionales: garantizar la representación efectiva de los puntos de vista de IOSCO en otras organizaciones internacionales y la colaboración efectiva con otros emisores de normas dentro de la comunidad reguladora financiera internacional.”²⁸⁰

Con este objetivo se desea continuar con la presencia de IOSCO dentro de la escena regulatoria internacional y prolongar sus vínculos con el Financial Stability Board, organizaciones regionales e Internacionales para continuar con el desarrollo del trabajo continuo para la cooperación.

“IOSCO debe asegurarse de estar representada en todas las reuniones del FSB. [...] Para fomentar la coordinación entre los miembros de IOSCO que participan en las actividades de FSB, en la medida de lo posible, dichos miembros de IOSCO deben debatir antes de cada

²⁸⁰*Ídem.*

reunión el potencial para abogar por una posición unificada en asuntos que afectan a los mercados de valores. Sin embargo, estas posiciones deben identificarse claramente como la posición de esos miembros y no como posiciones de IOSCO.”²⁸¹

La Dirección Estratégica para 2020 pretende mantener posicionada a la organización como entidad referente en la elaboración de medidas regulatorias a través de una perspectiva de integración de las operaciones al interior de esta; si los programas y actividades de IOSCO son comprendidos como parte de una iniciativa integrada, donde estos se complementen entre sí. Con base en el desarrollo de los programas de investigación e identificación de riesgos los comités podrán presentar iniciativas para la creación de normativas. Este objetivo es un elemento básico con tendencias del mercado que van en dirección a la adopción de nuevas herramientas tecnológicas, por ende es necesaria la colaboración entre los reguladores para conocer los riesgos, la operatividad y las vulnerabilidades que esto traerá para el mercado. Así mismo, el trabajo en la investigación e identificación de riesgos fomentarán la creación de estándares de orientación y educación enfocada al desarrollo de las capacidades de los miembros, especialmente en el crecimiento de mercados emergentes.

Ventajas y desventajas de formar parte del MMOU

Por medio de la adopción del MMOU de IOSCO, los reguladores de diversas jurisdicciones han desarrollado una red de cooperación para la regulación del mercado de valores, donde colaboran en operaciones de prevención y sanción de actividades ilícitas que ponen en riesgo a los inversionistas y al mercado, facilitando así, las operaciones de cada regulador al interior de su jurisdicción. Por tratarse de un instrumento de cooperación, cuenta con lineamientos generales al cual deben adherirse las partes, no obstante, a este instrumento se le pueden realizar adaptaciones enfocadas a atender los requerimientos jurídicos propios

²⁸¹ Traducción propia de: IOSCO, *IOSCO's Strategic Direction 2015 to 2020*, International Organization of Securities Commissions, 2014, p.6.

de cada jurisdicción y evitar controversias que puedan afectar la colaboración efectiva entre las partes.

Al tratarse de un instrumento diseñado para atender eventos de interés común, es un documento flexible donde las partes cooperan con base en la reciprocidad. Uno de los puntos que le otorgan peso al MMOU es su versatilidad para la resolución de problemas globales por contar requerimientos menos complejos como los que supone el proceso de adopción de un tratado internacional. Los MoU's evitan que las partes pasen por un proceso de negociación del tratado y el posterior proceso de ratificación que toma más tiempo al ser procesado por los órganos legislativos de cada jurisdicción, además que un proceso de negociación no es sinónimo de llegar a una resolución por no mencionar que las negociaciones pueden tomar meses en la mesa. La tardanza en el proceso de negociación de un tratado no es apropiado en la atención de problemas que requieren soluciones inmediatas como las requeridas en el mercado de valores, donde una crisis o un ataque al mercado podría impactar a todos los miembros de forma casi inmediata.

La claridad y flexibilidad de estos instrumentos resulta de su integración en las leyes nacionales, sin embargo, "un inconveniente es el tiempo que toma negociar los acuerdos, particularmente cuando se hace en una base bilateral jurisdicción por jurisdicción. Los MoU's pueden ser propensos a presentar limitaciones en su interpretación, que puede llevar a que algunos reguladores sean poco conscientes sobre el alcance de los MoU's, lo que puede causar demoras en la obtención de cooperación efectiva y oportuna. Finalmente, a diferencia de los colegios de supervisión o las redes reguladoras, los MoU's a menudo están orientados a tareas regulatorias, ya que en ocasiones están diseñados para facilitar el intercambio de información tangible y de rutina y específica de la empresa que los reguladores necesitan para llevar a cabo adecuadamente sus programas de supervisión regulatoria.

Sin embargo, cuando están puramente orientados a estas tareas, pueden no ser tan útiles como los colegios de supervisión y las redes reguladoras para compartir información menos

tangible sobre un grupo de empresas o un mercado completo que podría ser útil para los reguladores al evaluar las tendencias del mercado.”²⁸²

Los MoU's al ser instrumentos que dictan los lineamientos de operación bajo el cual trabajarán las partes, establecen el marco operativo con base en el ambiente del mercado que se desarrolla en aquel momento, por lo cual, al pasar el tiempo van perdiendo cobertura en su regulación conforme el mercado adopta nuevas prácticas o nuevos métodos no contemplados durante la redacción de los lineamientos. Esta limitante regulatoria es vista en el MMOU de IOSCO, al cual fue necesario añadirle otro instrumento complementario a fin de contar con cobertura legal ante las nuevas tendencias en el mercado de valores, por medio del EMMOU.

Para enfrentar este problema y evitar la pérdida de cobertura jurídica con el paso del tiempo, es pertinente considerar en la elaboración de los MOU's un enfoque prospectivo donde se aborde la cooperación de entre los reguladores hacia futuro y sus operaciones se adapten a “la necesidad de cooperación ahora y en el futuro a medida que cambian las circunstancias. Por ejemplo, los intercambios afiliados que hoy disfrutaban de un nivel de integración bastante bajo pueden buscar niveles más altos de integración en el futuro, que van desde sinergias tecnológicas, a un libro de operaciones común. [...] Los MOU's pueden ayudar a garantizar que los reguladores estén preparados para abordar dicha integración de manera coordinada con el fin de promover eficiencias regulatorias y evitar la duplicación o superposición de la supervisión o regulación.”²⁸³

Un punto importante a considerar durante la elaboración de los MOU's es la revisión y reforma que permita a los signatarios modificar aquellas partes que requieren de mayor atención con base en las características propias de sus mercados. En complemento a la revisión, un punto considerable a desarrollar dentro del MMOU es un apartado dedicado al fomento del trabajo conjunto donde se desarrollen herramientas de prevención basada en

²⁸² Traducción propia de: Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*. IOSCO, 2010. P.34.

²⁸³ Ídem.

la educación financiera como parte de la asistencia, al igual que el establecimiento de mecanismos de trabajo conjunto basado en la reciprocidad y la buena voluntad. Es necesario que los signatarios de los MoU's sean conscientes de su pertenencia a una red global de cooperación donde esta interconexión afecta el desempeño de los reguladores y puede afectar los mercados, la promoción de la reciprocidad y la buena voluntad es un punto a considerar para los miembros de IOSCO a fin de promover la colaboración responsable.

Considerando el papel de IOSCO dentro de la sociedad internacional al colaborar con el G20, el Financial Stability Board, el Comité de Basilea y otras organizaciones dedicadas a la supervisión y regulación financiera; su operación coordina la regulación en más de 120 jurisdicciones concentrando a las economías de mayor relevancia, a las emergentes y a aquellas con un ritmo de crecimiento menor. Se cierne como el referente en la elaboración de estándares de cooperación, sin embargo, no todo lo que brilla es oro, “la influencia de Estados Unidos es evidente en los términos expresos del MMOU. El preámbulo del MMOU hace específicamente referencia a los eventos del 11 de septiembre de 2001, que subrayan *la importancia de ampliar la cooperación entre los miembros de IOSCO. Además, a lo largo de la historia de IOSCO, EE. UU. Ha estado a la vanguardia de la presión para la cooperación internacional y el intercambio de información.*”²⁸⁴

Para conocer la influencia de Estados Unidos en IOSCO, es necesario retomar el antecedente de la organización el contexto histórico en que se desarrolló. La creación de la Inter American Association of Securities Commissions de 1974 fue iniciativa de Estados Unidos y Canadá para regular y supervisar las actividades financieras del continente americano. Esta asociación concentró a las economías con mayor crecimiento de la región, alineadas a la economía estadounidense y parte del Tratado Interamericano de Asistencia

²⁸⁴Traducción propia de: Janet Austin, *IOSCO'S Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation, Cooperation and the Exchange of Information A Model for International Regulatory Convergence*, Criminal Law Forum, Springer, 2012, p. 406

Recíproca²⁸⁵, como una medida de contención financiera continental y para regular las economías de la región a fin de evitar daño al sistema financiero de Estados Unidos y Canadá. Posteriormente en 1983 la organización evoluciona a IOSCO e integra a reguladores de otros continentes.

Retomando la teoría de las Organizaciones Internacionales, es necesario tener conciencia con respecto a que la creación de los organismos internacionales es directamente realizada por los Estados y surgen en atención a un tema concerniente para la comunidad internacional, sin embargo, su o sus promotores tienen un interés específico en atender aquella problemática de forma particular. “Naturalmente, tanto unas como otras organizaciones constituyen una parte íntegra de la sociedad internacional en cuyas estructuras y evolución influyen apreciablemente. Esta consideración matiza sustancialmente las tesis de los doctrinarios del realismo político internacional, para quienes las organizaciones internacionales no son más que una proyección exterior del Estado, o bien se encuentran tan mediatizadas por sus poderes que carecen de eficacia internacional propia.”²⁸⁶

“Controversialmente, IOSCO es una organización privada, fundamentada bajo la ley, pero está formada por autoridades públicas. Adopta documentos de derecho blando en forma de regulaciones de derecho privado, pero estos instrumentos tienen poco después un efecto de derecho público casi inmediato al ser incorporado a la legislación nacional. Finalmente, los poderes reguladores están en manos de un comité de élite compuesto por

²⁸⁵ *Inter-American Treaty of Reciprocal Assistance*, tratado para prevenir y repeler amenazas y actos de agresión contra cualquiera de los países de América; Mantenimiento de la Paz y la Seguridad Continental. Consultado en Department of International Law OAS, Multilateral Treaties, *Inter-American Treaty of Reciprocal Assistance*, en <http://www.oas.org/juridico/english/treaties/b-29.html> el 3 de septiembre de 2018.

²⁸⁶ Rafael Calduch, *Relaciones Internacionales*, Capítulo 8. Teoría general de la Organización Internacional, Ediciones Ciencias Sociales, Madrid, 1991, p.4.

reguladores provenientes de países importantes y desarrollados.”²⁸⁷ Todo esto genera el clásico problema de la legitimidad.²⁸⁸

El conflicto de la legitimidad dentro de la sociedad internacional disminuye a medida que los reguladores de las jurisdicciones se integran a IOSCO, por otro lado, una medida para evitar conflictos entre las jurisdicciones y la organización está ligada con la naturaleza de esta, donde la permanencia y la cooperación están basadas en la voluntad donde no existe ningún elemento de coacción. No obstante, un “posible punto de conflicto puede ser si los miembros que son parte del MMOU no cumplen con sus obligaciones. El MMOU, al igual que los memorándums bilaterales, en última instancia no son vinculantes para las partes y, por lo tanto, a veces se denominan leyes blandas.”²⁸⁹

Las asistencia es un elemento recíproco y proporcional a la otorgada por las jurisdicciones, por tanto aquellas jurisdicciones renuentes a la cooperación por medio del MMOU, no recibirán el apoyo definitivo que soliciten. Resultaría lógico cambiar el esquema de la organización e imponer algún tipo de sanción que presione a los miembros que no colaboran dentro de la organización por tratarse de la atención a un tema concerniente para la sociedad internacional, pero esto generaría descontento al interior de la organización al establecer un “régimen regulatorio”, para evitar que la organización cambie su estatus y mantenga su prestigio, la sanción a la no cooperación se mantiene bajo las leyes blandas de reciprocidad y el desprestigio internacional de las jurisdicciones.

“Si IOSCO tomaba medidas más estrictas contra las jurisdicciones que no cooperaban, existía el riesgo de una reacción violenta contra la hegemonía estadounidense reflejada en las políticas de MMOU e IOSCO en general. Sin embargo, actualmente no hay señales de

²⁸⁷ Traducción propia de: Antonio Marcacci, *IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets*, Richmond Journal of Global Law & Business [Vol. 12:1 2012], 2012, p.41.

²⁸⁸ Cfr. Antonio Marcacci, *Op. Cit.*.

²⁸⁹ Traducción propia de: Janet Austin, *IOSCO'S Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation, Cooperation and the Exchange of Information A Model for International Regulatory Convergence*, Criminal Law Forum, Springer, 2012, p. 415

esto ya que los miembros de IOSCO parecen ver valor en el MMOU, y están cambiando sus leyes nacionales para convertirse en signatarios. Los recientes cambios de IOSCO a su estructura de gestión donde parece que más países estarán representados en su junta directiva, en lugar de solo el mundo desarrollado, también puede reducir la posibilidad de una reacción violenta. Sin embargo, este Consejo más representativo también puede debilitar la determinación de IOSCO de seguir presionando a los signatarios ya que una base de gestión más amplia puede incluir miembros que pueden tener razones políticas o de otro tipo para no tomar medidas enérgicas contra países que no se convierten en partes del MMOU.”²⁹⁰

La integración de las jurisdicciones como elementos de las redes de cooperación en organizaciones como IOSCO es un recurso valioso para las estas dado el grado de vinculación que han alcanzado, por tanto la aplicación de un elemento coactivo resulta contraproducente. Un elemento de “persuasión forzada” a la cooperación es hacer que las jurisdicciones sean conscientes de los beneficios de pertenecer a la red y lo que implica no ser parte de esta. En términos de costos de decisión, es más barato cooperar que operar sin los elementos que otorga el MMOU y la organización.

“Como lo demuestra el MMOU de IOSCO, tal vez esas redes puedan trabajar eficazmente para lograr el cumplimiento, no confiando en la aplicación del mazo, sino usando una zanahoria. Si las redes pueden desarrollar una herramienta valiosa, como el MMOU, que necesitan los reguladores, y puede condicionar la obtención de esta zanahoria a la reforma legislativa nacional, esto a su vez puede obligar a los reguladores a acercarse a su legislatura nacional para emprender dicha reforma. Como resultado, con el tiempo, la regulación nacional en tales jurisdicciones estará de acuerdo con los estándares promulgados por la red.”²⁹¹

²⁹⁰ Janet Austin, *Op. Cit.*, p. 415.

²⁹¹ *Ibidem*, p. 422.

A pesar de los programas de inclusión regulatoria, educación y fortalecimiento de la cooperación, algunos Estados se niegan a integrarse al esquema regulatorio de IOSCO por no considerarlo necesario o porque encuentran ventajoso no formar parte de un esquema regulatorio y así proteger la privacidad de las operaciones financieras al interior de su jurisdicción y de sus residentes.

¿Es realmente el MMOU de IOSCO un elemento de inclusión internacional?

El MMOU va más allá de ser un instrumento para el intercambio de información ya que su firma implica someterse a un proceso de evaluación de la normativa nacional para demostrar que su autoridad legal es apta para otorgar la asistencia descrita en el MMOU. En consecuencia, este proceso es utilizado como método de impulso para converger las normativas de valores de todos los países bajo un mismo esquema regulatorio. Así mismo, el MMOU se cierne como un medio para presionar a los miembros a que modifiquen su legislación nacional y se refleje en esta los principios de IOSCO

“Gran parte del impulso para el MMOU vino de Estados Unidos y, como tal, refleja en gran medida su enfoque respecto de la cooperación para la aplicación de la regulación. La aplicación agresiva de las leyes de valores es un componente clave de la política de la SEC y Estados Unidos se destaca en términos de la mayor gasto para aplicación, la presentación de un gran número de acciones de regulación y la magnitud de las sanciones impuestas. [...] [donde] IOSCO es utilizado por la SEC para difundir el evangelio estadounidense de regulación de valores.”²⁹²

“Para la SEC, la creación de redes con reguladores extranjeros es una estrategia consciente destinada a mejorar sus poderes en una economía globalizada, mientras que al mismo tiempo promueve la institucionalización de leyes de valores al estilo estadounidense en el extranjero a través de sus programas de asistencia técnica. El enfoque firme de la SEC es

²⁹² *Ibidem*, p. 414

traer otras jurisdicciones al modelo de los Estados Unidos, no modificar el modelo de los Estados Unidos.”²⁹³

Bajo este contexto, el hablar de inclusión internacional para la regulación del mercado de valores es distante, ya que para poder acceder a la cooperación es necesaria la adopción de un régimen normativo el cual contempla la homogenización jurídica. “Esto parece estar dando lugar a una mayor probabilidad de que las agendas domésticas cedan ante las presiones internacionales para la convergencia de las regulaciones de valores. El impacto de la crisis financiera mundial y el foco de atención que trajo sobre la estabilidad financiera global sin duda ha contribuido a estos desarrollos y continuará haciéndolo.”²⁹⁴

“Lo que ha contribuido mucho al crecimiento de IOSCO y la fuerza como organización ha sido su política de membresía amplia e inclusiva, [la cual se ha visto afectada con la modificación donde la firma del MMOU es necesaria al momento de ingresar a la organización, a modo que los Estados que desean formar parte de la organización se ven presionados a modificar su legislación nacional dificultando así que los Estados con un marco regulatorio débil accedan a la organización.] Si busca eliminar miembros, esto solo puede servir para debilitar la organización y su influencia.”²⁹⁵

²⁹³ *Ídem.*

²⁹⁴ *Ibidem*, p. 419

²⁹⁵ *Ibidem*, p. 414.

Fuentes de consulta

- Aditya Narain y Saibal Ghosh, *Evolving International Supervisory Framework*, *Economic and Political Weekly*, Vol. 38, No. 6 (Feb. 8-14, 2003), *Economic and Political Weekly*, pp. 543-549. [Disponible en formato digital]
- Andrew Sheng, *The First Network Crisis of the 21st Century: A Regulatory Post-Mortem*, en *Economic and Political Weekly*, Vol. 44, No. 13, *Global Economic & Financial Crisis* (Mar. 28 - Apr. 3, 2009), *Economic and Political Weekly*, pp. 73-79. [Disponible en formato digital]
- Antonio Marcacci, *IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets*, *Richmond Journal of Global Law & Business* [Vol. 12:1 2012], 2012, pp. 43. [Disponible en formato digital]
- Autorité Fédérale de Surveillance des Marchés Financiers FINMA, *FINMA Guidance 04/2017 Regulatory treatment of initial coin offerings*, FINMA, 2017. pp. 4. [Disponible en formato digital]
- Bank of international settlements, *What is distributed ledger technology?*, consultado en <https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r qt1709y.htm> el 19 de agosto de 2018.
- Basel Committee on Banking Supervision, *Sound Practices Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, Bank for International Settlements, 2018, pp.50. [Disponible en formato digital]

- BBC Mundo, *Robo al Banco Central de Bangladesh*, BBC, consultado en http://www.bbc.com/mundo/noticias/2016/03/160315_economia_robos_banco_central_bangladesh_ac, el 24 de abril de 2018.
- Business dictionary, *Venture capital*, consultado en <http://www.businessdictionary.com/definition/venture-capital.html> el 19 de agosto de 2018.
- Department of International Law OAS, Multilateral Treaties, *Inter-American Treaty of Reciprocal Assistance*, en <http://www.oas.org/juridico/english/treaties/b-29.html> el 3 de septiembre de 2018.
- Elizabeth Peterson, *Mobile Wallet: Definition & Apps*, Business News Daily, consultado en <https://www.businessnewsdaily.com/4514-mobile-wallet.html> el 16 de agosto de 2018.
- Esther Barbé, *El estudio de las relaciones internacionales: ¿crisis o consolidación de una disciplina?*, consultado en <http://www.cepc.gob.es/publicaciones/revistas/revistaselectronicas?IDR=3&IDN=222&IDA=16550> el 21 de febrero de 2018.
- Financial Action Task Force, *Guidance For A Risk-Based Approach Money Or Value Transfer Services*, Financial Action Task Force, 2016, pp.68. [Disponible en formato digital]
- Financial Conduct Authority FCA, *Copy trading*, consultado en <https://www.fca.org.uk/firms/copy-trading> el 16 de agosto de 2018.

- Financial times lexicon, *Definition of technology ecosystem*, consultado en <http://lexicon.ft.com/Term?term=technology-ecosystem> el 18 de agosto de 2018.
- FINMA, *International Organization of Securities Commissions*, consultado en <https://www.finma.ch/en/finma/international-activities/policy-and-regulation/iosco/> el 23 de febrero de 2018.
- Forbes, *What is crowdfunding and how does it benefit the economy*, consultado en <https://www.forbes.com/sites/tanyaprive/2012/11/27/what-is-crowdfunding-and-how-does-it-benefit-the-economy/#37783c5abe63> el 16 de agosto de 2018.
- Forbes – Bernard Marr, *The Key Definitions Of Artificial Intelligence (AI) That Explain Its Importance*, consultado en <https://www.forbes.com/sites/bernardmarr/2018/02/14/the-key-definitions-of-artificial-intelligence-ai-that-explain-its-importance/#5eb1bb3d4f5d> el 19 de agosto de 2018.
- Forbes – Jacob Morgan, *A Simple Explanation Of 'The Internet Of Things'*, consultado en <https://www.forbes.com/sites/jacobmorgan/2014/05/13/simple-explanation-internet-things-that-anyone-can-understand/#452c27211d09> el 19 de agosto de 2018.
- Goldsmith, Jack L. & Eric A. Posner, *The Limits of International Law*, Oxford University Press, 2005. pp. 262. [Disponible en formato digital]

- Hackernoon, *7+ Best Cryptocurrency Exchange Platforms | 2018*, consultado en <https://hackernoon.com/7-best-cryptocurrency-exchanges-2018-9a160127a14d> el 16 de agosto de 2018.
- IBM Developer Works – Ricardo Barranco Fragoso, ¿Qué es Big Data?, en <https://www.ibm.com/developerworks/ssa/local/im/que-es-big-data/index.html> consultado el 18 de agosto de 2018.
- IBM knowledge center, *Data aggregation*, consultado en https://www.ibm.com/support/knowledgecenter/en/SSBNJ7_1.4.3/dataView/Concepts/ctnpm_dv_use_data_aggreg.html el 18 de agosto de 2018.
- IBM, *What is cloud computing?*, consultado en <https://www.ibm.com/cloud/learn/what-is-cloud-computing> el 19 de agosto de 2018.
- IG Group Limited, *Robo-advisor definition*, consultado en <https://www.ig.com/uk/investments/support/glossary-investment-terms/robo-advisordefinition#information-banner-dismiss> el 18 de agosto de 2018.
- International Organization of Securities Commissions, *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, 2012, pp.19. [Disponible en formato digital]
- Investing Answers, *Mobile Banking*, consultado en <https://investinganswers.com/financial-dictionary/personal-finance/mobile-banking-2595> el 16 de agosto de 2018.

- Investopedia, *High-Frequency Trading – HFT*, consultado en <https://www.investopedia.com/terms/h/high-frequency-trading.asp> el 16 de agosto de 2018.
- Investopedia, *Peer-to-Peer (P2P) Service*, <https://www.investopedia.com/terms/p/peertopeer-p2p-service.asp> el 22 de agosto de 2018.
- Investopedia, *Predictive modelling*, consultado en <https://www.investopedia.com/terms/p/predictive-modeling.asp> el 18 de agosto de 2018.
- Investopedia, *What exactly is a startup?*, consultado en <https://www.investopedia.com/ask/answers/12/what-is-a-startup.asp> el 20 de agosto de 2018.
- Iñaki Aguirre Zabala, *Raymond Aaron y la Teoría de las Relaciones Internacionales*, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 1993, pp. 576 [Disponible en formato digital]
- IOSCO, *About IOSCO*, consultado en https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco , el 2 de febrero de 2018.
- IOSCO, *IOSCO Annual Report 2015*, Membership Categories and Criteria, IOSCO, 2015, pp. 68-71 [Disponible en formato digital]
- IOSCO, *IOSCO Fact Sheet*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2017, pp.10. [Disponible en formato digital]

- IOSCO, IOSCO Fact Sheet, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions 2018, pp.11. [Disponible en formato digital]
- IOSCO, *General information of IOSCO*, IOSCO Annual Report 2006, Appendix 1, IOSCO, 2006, pp.18-21. [Disponible en formato digital]
- IOSCO, MMoU Information Exchanges, en <https://www.iosco.org/about/?subsection=mmou> , consultado el 12 de agosto de 2018.
- IOSCO, *Principles of Memoranda of Understanding*, Technical Committee, 1991, Washington, D.C., pp.8. [Disponible en formato digital]
- IOSCO, *IOSCO Processes for Policy Development and Implementation Monitoring*, IOSCO, pp.5. [Disponible en formato digital]
- IOSCO, *IOSCO Publishes Principles on Cross Border Supervisory Cooperation* (Media Release), IOSCO, 2010, pp. 5. [Disponible en formato digital]
- IOSCO, *IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, IOSCO, 2017, pp.75. [Disponible en formato digital]
- IOSCO, *IOSCO's Strategic Direction 2015 to 2020*, International Organization of Securities Commissions, 2014, pp. 11. [Disponible en formato digital]
- IOSCO, Presidents Committee of the International Organization of Securities Commissions Resolution on IOSCO's Strategic Direction from 2016 to 2020 and on Funding the Strategic Direction from 2016 to 2020 (Resolution 3/2015), IOSCO, 2015, pp.4. [Disponible en formato digital]

- IOSCO, *Reformed By-Laws Explanatory Memorandum*, IOSCO, pp.15. [Disponible en formato digital]
- IOSCO, *Resolution on the Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, Presidents Committee, 2016, pp.16. [Disponible en formato digital]
- Janet Austin, *IOSCO'S Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation, Cooperation and the Exchange of Information A Model for International Regulatory Convergence*, Criminal Law Forum, Springer, 2012, pp. 393 – 423. [Disponible en formato digital]
- James McBride, *Understanding the Libor Scandal*, Council on foreign relations, consultado en <https://www.cfr.org/background/understanding-libor-scandal> el 17 de abril de 2018.
- José María Ramos García. *Gobiernos Locales y la Cooperación Transfronteriza México Estados Unidos*. [Disponible en formato digital]
- Joseph Grieco. *International Theories of Cooperation among Nations: Strengths and Weaknesses*. en *Saving the Mediterranean* de Peter Haas en *World Politics*, Vol. 44, No. 3, Cambridge University Press, 1992, pp. 466-496. [Disponible en formato digital]
- Junji Nakagawa, *International Harmonization of Economic Regulation*, Oxford University Press 2011, pp.390. [Disponible en formato digital]

- Komisja Nadzoru Finansowego, *The International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, consultado en https://www.knf.gov.pl/en/ABOUT_US/International_cooperation/EU/organizations/IOSCO el 25 de abril de 2018.
- Leslie Elliott Armijo, *Financial Globalization and Democracy in Emerging Markets*, Palgrave, New York, 2001, pp. 97. [Disponible en formato digital]
- Mathew J. Schwartz, *Bangladesh Bank Attackers Hacked SWIFT Software*, Bank Info Security, Information Security Media Group, Corp. [US], 2016, consultado en: <https://www.bankinfosecurity.com/report-swift-hacked-by-bangladesh-bank-attackers-a-9061> el 28 de mayo de 2018.
- Monzo, *How Does the Wholesale Foreign Exchange Market Work?*, consultado en <https://monzo.com/blog/2016/01/08/how-does-the-wholesale-foreign-exchange-market-work/> el 16 de agosto de 2018.
- OECD, "International Organization of Securities Commission (IOSCO)", *International Regulatory Co-operation: The Role of International Organizations in Fostering Better Rules of Globalization*, OECD Publishing, 2016, Paris, pp. 220. [Disponible en formato digital]
- Oxford living dictionaries, *Definition of cryptocurrency in English*, consultado en <https://en.oxforddictionaries.com/definition/cryptocurrency> el 16 de agosto de 2018.
- Philip G. Cerny, *Globalization and the Changing Logic of Collective Action*, International Organization, Vol. 49, No. 4, The MIT Press, 1995, pp. 595-625. [Disponible en formato digital]

- Presidents Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Resolution on IOSCO's Mission, Goals and Priorities*, IOSCO, 2010, pp.3. [Disponible en formato digital]
- Registraire des entreprises Québec, *Constituer une personne morale sans but lucratif*, consultado en <http://www.registreentreprises.gouv.qc.ca/fr/demarrer/constituer-pmsbl.aspx> el 2 de mayo de 2018.
- Sandro Pozzi, *Hipotecas subprime: La crisis con la que empezó todo*, El País (en línea), 6 de agosto de 2017, en https://elpais.com/economia/2017/08/05/actualidad/1501927439_342599.html , consultado del 28 de mayo de 2018.
- SWIFT, *Introduction to SWIFT*, en: <https://www.swift.com/about-us/discover-swift> consultado el 28 de mayo de 2018.
- Tim Maurer, Ariel (Eli) Levite, George Perkovich, *Toward a Global Norm Against Manipulating The Integrity Of Financial Data* (brief), Carnegie Endowment For International Peace, 2017, pp.2. [Disponible en formato digital]
- Updated from OECD (2016), *International Regulatory Co-operation: The Role of International Organisations in Fostering Better Rules of Globalisation*, OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264244047-en> [Disponible en formato digital]

- Presidents Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Resolution on the Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, IOSCO, 2016, pp.14. [Disponible en formato digital]
- Rafael Calduch, *Relaciones Internacionales*, Capítulo 8. Teoría general de la Organización Internacional, Ediciones Ciencias Sociales, Madrid, 1991, pp.14. [Disponible en formato digital]
- Rohinton P. Medhora, Dane Rowlands, *Crisis and Reform: Canada and the International Financial System*, McGill-Queen's University Press, CIGI Press, 2014. [Disponible en formato digital]
- Stavros Gadinis, *Three Pathways to Global Standards: Private, Regulator and Ministry Networks*, The American Journal of International Law, Vol. 109, No. 1, Cambridge University Press, 2015, pp. 57. [Disponible en formato digital]
- Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers*, IOSCO, 2007, pp.36. [Disponible en formato digital]
- Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*. Final report. IOSCO, 2010. pp. 54. [Disponible en formato digital]

- Valdonė Darškuvienė, *Financial Markets*, Leonardo da Vinci programme Project “Development and Approbation of Applied Courses Based on the Transfer of Teaching Innovations in Finance and Management for Further Education of Entrepreneurs and Specialists in Latvia, Lithuania and Bulgaria”, Lifelong Learning Programme, 2010, pp. 140. [Disponible en formato digital]
- Marise Cremona, Hans-W Micklitz, *Private Law in the External Relations of the EU*, Oxford University Press, 2016, pp. 311. [Disponible en formato digital]
- Registraire des Entreprises Québec, *Constituer une personne morale sans but lucratif*, consultado en <http://www.registreentreprises.gouv.qc.ca/fr/demarrer/constituer-pmsbl.aspx> el 2 de mayo de 2018.
- Unidad de Estudios y Proyectos Especiales de la Cámara Argentina de Comercio y Servicios, *Informe UEPE - Hacia una economía sin efectivo*, Cámara Argentina de Comercio y Servicios, 2017, pp.2. [Disponible en formato digital]
- W. Ladd Hollist & Thomas H. Johnson, *Political Consequences of International Economic Relations: Alternative Explanations of United States/Latin American Noncooperation*, *The Journal of Politics*, Vol. 41, No. 4 (Nov. 1979), pp. 1125-1155, The University of Chicago Press. [Disponible en formato digital]