



FUNDACIÓN DE  
ESTUDIOS FINANCIEROS

# ESTUDIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS

Resumen Ejecutivo y Principales Conclusiones

*Directores:*

Aldo Olcese y Miguel Martín

*Codirectores:*

José Luis Feito

Juan José Toribio

Juan Manuel Eguiagaray

*Coordinadores:*

José María Méndez

José Luis Blanco

Luis de Carlos

Carlos Gascó

*Editor:*

Javier Zapata

Miguel Ángel Belloso



FUNDACIÓN DE  
ESTUDIOS FINANCIEROS

# ESTUDIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS

Presentación

Equipo de Trabajo

Índice general del Estudio

Resumen ejecutivo y principales conclusiones

ISBN Obra completa: 84-609-0497-0  
Depósito Legal: M. 13.048-2004  
Edita: Fundación de Estudios Financieros  
Imprime: **grafoffset sl**



## PRESENTACIÓN

Dentro del actual proceso de globalización económica, uno de los aspectos que mayor trascendencia tiene sobre la buena marcha las economías nacionales y los procesos de integración regional, como es el europeo, es la globalización o internacionalización de los mercados financieros.

En este sentido, así como las transacciones comerciales han constituido el factor determinante de los primeros movimientos de globalización, actualmente ese factor integrador reside, de manera creciente, en los mercados financieros. Buena prueba de ello es que el ritmo de expansión a escala mundial de estos últimos ha superado con creces a los intercambios comerciales. En ningún otro campo de la economía se han producido cambios tan profundos y complejos como en el sector financiero. Estos cambios se deben, fundamentalmente, a dos elementos principales. Por un lado los procesos de liberalización y de nueva regulación de determinados mercados nacionales llevados a cabo por sus legisladores y gobiernos respectivos. En paralelo, ha resultado determinante el impulso recibido por el vertiginoso avance de las nuevas tecnologías de la información y comunicación.

En la Unión Europea, podemos decir que comenzó verdaderamente su proceso de integración con la voluntad política de sus Estados Miembros de construir un Mercado Único ya en 1957. Pero más recientemente hemos asistido a un buen número de impulsos decididos y fundamentales, como son el Plan de Acción para conseguir la unificación de los mercados financieros de la UE, encomendado por el Consejo Europeo a la Comisión Europea y cuyos objetivos son la consecución de un mercado único de los servicios financieros en la Unión, la introducción de una moneda única en 1999 y adicionalmente se han podido registrar avances significativos en el proceso construcción del mercado único financiero gracias al mecanismo de simplificación (o desbloqueo) legislativo desarrollado por el denominado “Informe Lamfalussy” durante la presidencia española en el primer semestre de 2002. No obstante estos importantes avances, resulta patente que

aún queda por desarrollar e implantar una parte significativa de las medidas contenidas en el Plan de Acción de los Servicios Financieros e incluso otras no contempladas todavía en dicho Plan.

El proceso de integración de los mercados financieros ofrece considerables beneficios para las economías, entre los que quizá podríamos destacar tres: en primer lugar, el ahorro se canaliza a la inversión de la manera más eficiente, de forma que empresas y Administraciones Públicas tienen más opciones y a menor coste para cubrir sus necesidades de financiación. En segundo lugar los agentes económicos disponen de más y mejor información para poder gestionar y asumir los riesgos habitualmente asociados con las fluctuaciones de los tipos de interés, los tipos de cambio y los precios de activos reales y financieros. En tercer lugar, con carácter global, el diseño y la ejecución de las políticas económicas nacionales se ven sometidas al escrutinio de los mercados financieros, que esperan un proceso regulatorio con reglas claras, estables, homogéneas y transparentes. No debería pasarse por alto que este es precisamente uno de los obstáculos en el proceso de construcción del mercado único europeo.

En suma, la creciente integración de los mercados financieros, especialmente en el caso de la integración europea, supone un grado de eficiencia y productividad a partir del cual se puede impulsar un crecimiento económico sostenido, no inflacionario y creador de empleo.

La **FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS**, en cumplimiento de sus objetivos fundacionales, ha decidido abordar la imprescindible tarea de seguir y valorar el proceso de construcción del mercado único financiero europeo con la necesaria profundidad, seriedad y objetividad.

Por todo ello, el objeto de este estudio que ahora presentamos es ofrecer a los Patronos de la Fundación, a Reguladores y Supervisores, empresarios, inversores, accionistas y agentes del mercado financiero en general, una opinión independiente a la vez



que aportar valor sobre las reformas necesarias para el mejor funcionamiento de la economía y las finanzas europeas.

Con este nuevo estudio que será presentado a, las autoridades de la Unión Europea, al Parlamento Europeo y al Gobierno Español, la Fundación continúa dando cumplimiento a su misión de consolidarse como un centro de reflexión y conocimiento

en el ámbito de la economía y las finanzas no sólo en España sino también en todo el ámbito de la UE. Desde la FEF esperamos sinceramente que el lector encuentre esta iniciativa constructiva, interesante y útil.

**Aldo Olcese Santonja**

*Presidente de la Fundación de Estudios Financieros*



## EQUIPO DE TRABAJO

### COMITÉ DE SUPERVISIÓN DEL PATRONATO PARA EL ESTUDIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS CAPITALES:

#### PRESIDENTE:

- **D. Aldo Olcese.** Presidente de la Fundación de Estudios Financieros y del Instituto Español de Analistas Financieros.

#### MIEMBROS:

- **D. Luis de Guindos.** Secretario de Estado de Economía. Patrono de Honor.
- **D. Luis Ángel Rojo.** ExGobernador del Banco de España. Patrono de Honor.
- **D. Jordi Sevilla.** Secretario de Política Económica y Ocupacional del PSOE. Patrono de Honor.
- **D. Francisco González.** Presidente del BBVA. Patrono de Honor.
- **Dña. Ana Patricia Botín-Sanz de Sautuola.** Presidenta de Banesto. Patrono.
- **D. Jorge Calvet.** Presidente Grupo Fortis Bank. Patrono.
- **D. Rodrigo Uría.** Socio Director del Bufete Uría y Menéndez. Patrono.
- **D. Emilio Cuatrecasas.** Presidente Cuatrecasas Abogados. Patrono.
- **D. Donato González.** Consejero Delegado de Société Générale Bolsa. Patrono.
- **D. Raniero Vanni D'Archirafi,** ExComisario Europeo de Mercado Interior y Servicios Financieros. Patrono.

- **D. Miguel de Oca.** Socio Director de Bain and Company España. Patrono.
- **D. Javier Monzón.** Presidente de Indra. Patrono.
- **D. Carlos Trascasa.** Vicepresidente Socio-Director de The Boston Consulting Group. Patrono.
- **D. Sergio de Horna.** Presidente de Citibank España. Patrono.

#### DIRECTORES DEL ESTUDIO:

- **D. Aldo Olcese** (Aspectos generales de supervisión, Coordinación y Control). Presidente de la Fundación de Estudios Financieros y del Instituto Español de Analistas Financieros.
- **D. Miguel Martín** (Aspectos generales de supervisión, Coordinación y Control). Director del departamento de Auditoría Interna del Banco de España. Ex Subgobernador del Banco de España.

#### CODIRECTORES DEL ESTUDIO:

- **D. José Luis Feito** (Aspectos macroeconómicos). Economista. Ex Embajador de España ante la OCDE.
- **D. Juan José Toribio** (Aspectos financieros y de valores). Director del IESE-Madrid. Ex Director General del Tesoro y Política Financiera. Patrono.
- **D. Juan Manuel Eguiagaray** (Aspectos empresariales e industriales). Profesor asociado de Macroeconomía de la Universidad Carlos III de Madrid y Ex ministro de Administraciones Públicas y de Industria y Energía. Patrono.



**COMITÉ DE COORDINADORES DEL EQUIPO DE REDACCIÓN:**

- **D. José M<sup>a</sup> Méndez**, Secretario General de la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA). (Cuerpo Legislativo).
- **D. José Luis Blanco**, Socio de Cuatrecasas Abogados. (Aspectos Jurídicos Mercantiles).
- **D. Luis de Carlos**, Socio de Uría y Menéndez Abogados. (Aspectos Jurídicos Financieros).

- **D. Carlos Gascó**, Director General de la Fundación de Estudios Financieros. (Aspectos de Redacción y Edición).

**REDACTORES:**

- **D. Javier Zapata**, Abogado, Asesor de la Fundación de Estudios Financieros.
- **D. Miguel Ángel Belloso**, Coordinador de Proyectos Área Internacional del Grupo Recoleto y Miembro del Consejo Asesor de la Fundación de Estudios Financieros.



## ÍNDICE DEL ESTUDIO

El documento consta de dos partes diferenciadas. En el primer tomo, a lo largo de **veintiséis capítulos**, se cubren los aspectos fundamentales del proceso de construcción del mercado único financiero en la Unión Europea, así como del funcionamiento del mismo y de los siguientes pasos a dar en el plano regulatorio y supervisor.

El segundo tomo del Estudio consta de un **amplio cuerpo legislativo** que describe exhaustivamente a través de **veinte** ponencias las diferentes iniciativas de regulación que han identificado los Directores, Codirectores y el Comité de Coordinadores, así como el estado de su tramitación y los efectos previstos en el mercado.





# TOMO I

## CAPÍTULOS DEL ESTUDIO

0. **Prólogo.**  
D. Romano Prodi, Presidente de la Comisión Europea.
1. **Resumen ejecutivo y principales conclusiones.**  
D. Aldo Olcese. Presidente de la Fundación de Estudios Financieros y del Instituto Español de Analistas Financieros.
2. **Introducción.**  
D. Rodrigo de Rato, Vicepresidente Primero del Gobierno de España y Ministro de Economía.
3. **Antecedentes y perspectivas de la construcción del mercado único europeo: El sistema bancario.**  
D. Jaime Caruana. Gobernador del Banco de España.
4. **Antecedentes y perspectivas de la construcción del mercado único europeo: El sector asegurador.**  
D. Álvaro Muñoz. Presidente de MUSINI.
5. **Descripción cuantitativa y cualitativa del Mercado Europeo de Capitales.**  
D. Ramón Adarraga. Secretario General del European Capital Markets Institute (ECMI).
6. **El Mercado de Capitales Europeo: visión del Legislador.**  
D. José Manuel García-Margallo, Eurodiputado y Vicepresidente de la Comisión Económica y Monetaria del Parlamento Europeo.
7. **El Mercado de Capitales Europeo: la visión de la Supervisión.**
  - 7.1. **La Supervisión Bancaria:** D. Miguel Martín. Director del Departamento de Auditoría Interna del Banco de España. Ex Subgobernador del Banco de España.
  - 7.2. **La Supervisión de valores en Europa:** D. Juan Fernández-Armesto. Profesor de derecho mercantil. Universidad Pontificia de Comillas. Ex Presidente de la CNMV.
8. **El Mercado de Capitales Europeo: la visión de la Industria Bancaria.**  
Dña. Ana Patricia Botín-Sanz de Sautuola. Presidente de Banesto. Patrono de la Fundación de Estudios Financieros.
9. **El Mercado de Capitales Europeo: la visión de las Cajas de Ahorros.**  
D. José Luis Méndez, Director General de Caixa Galicia. Patrono de la Fundación de Estudios Financieros
10. **El Mercado de Capitales Europeo: la visión de la otra Industria Financiera.**  
D. Juan Carlos Ureta. Presidente de Renta 4.
11. **El Mercado de Capitales Europeo: la visión de los mercados organizados.**
  - 11.1. **La visión de las Bolsas de Valores:** D. Antonio Zoido. Presidente de Bolsas y Mercados Españoles (BME).



- 11.2. **La visión de los otros Mercados:** D. Jose Manuel Basañez. Presidente de MEFF Mercados Financieros.
- 11.3. **La visión de los sistemas de compensación y liquidación:** D. José M<sup>a</sup> Narváez. Consejero Delegado de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.
12. **El Mercado de Capitales Europeo: la visión de las Empresas Cotizadas.**  
D. Javier Monzón. Presidente de Indra. Patrono de la Fundación de Estudios Financieros.
13. **El Mercado de Capitales Europeo: la visión del Analista Financiero.**  
D. Bernard Coupez, Presidente de la Asociación Francesa de Analistas Financieros.
14. **El Mercado de Capitales Europeo: la visión sindical.**  
Dña. M<sup>a</sup> Jesús Paredes, Secretaria General, de COMFIA (CC.OO), Confederación de Servicios Financieros y Administrativos de CC.OO.  
D. Luis Gómez, Profesor Asociado del Departamento de Organización de Empresas de la Universidad Complutense de Madrid y Economista de COMFIA-CC.OO.
15. **El Mercado de Capitales Europeo: la visión de los Consumidores.**  
Dña. Isabel Ávila, Presidenta de la CEACCU (Confederación Española de Organizaciones de Amas de Casa, Consumidores y Usuarios) y Consejera del CES en el Grupo III.
16. **La práctica profesional del Análisis Financiero y la Banca de Inversión en un mercado financiero europeo integrado.**  
D. Fritz Rau. Presidente de la Federación Europea de Asociaciones de Analistas Financieros (EFFAS), Presidente de la ACIIA y Presidente de la Asociación Alemana de Analistas Financieros y Gestión de Activos (DVFA).
17. **El Plan de Acción de los Servicios Financieros y Regulación futura en el ámbito financiero: medidas Post-Plan de Acción sobre los Servicios Financieros.**  
D. Alexander Schaub. Director General del Mercado Interior de la Comisión Europea.
18. **Modernización del Derecho de Sociedades y mejora del Gobierno Corporativo en la Unión Europea: Un análisis del Plan de Acción presentado por la Comisión.**  
D. Luis Fernández de la Gándara, Catedrático de Derecho Mercantil y Socio de Garrigues Abogados.  
D. Manuel Sánchez, Profesor Titular de Derecho Mercantil y Asociado de Garrigues Abogados.
19. **La nueva estructura de los Comités Financieros en la UE: El papel del Comité Económico y Financiero.**  
Dña. Gloria Hernández, Directora General Financiera de Banco Pastor.
20. **El alcance del acuerdo de Basilea II.**  
D. Emilio Ontiveros, Socio de Analistas Financieros Internacional y Catedrático de la Universidad Autónoma de Madrid. Miembro del Consejo Asesor de la Fundación de Estudios Financieros.  
D. Francisco J. Valero, Socio de Analistas Financieros Internacional y Catedrático de la Universidad Autónoma de Madrid.



21. **El alcance de la revisión de los criterios de solvencia en el Sector Asegurador.**  
D. David Deacon, Jefe de Unidad de Mercados Financieros y Seguros, Dirección General del Mercado Interno, Comisión Europea.  
D. Ulf Linder, Administrador de la Unidad de Mercados Financieros y Seguros, Comisión Europea.
22. **El Euro y los mercados de capitales: el papel internacional de la moneda única.**  
D. Iñigo Fernández de Mesa, Subdirector General para Asuntos Económicos de la Unión Económica y Monetaria, Dirección General del Tesoro.
23. **Los mercados de capitales y el ahorro a largo plazo: el sistema de pensiones europeo.**  
D. Luis Ravina Bohórquez, Decano de la Facultad de Económicas de la Universidad de Navarra y Presidente del Consejo Asesor de la Fundación de Estudios Financieros.  
D. Pedro Schwartz, Catedrático de Historia de las Doctrinas Económicas.
24. **Los Mercados de Capitales y las PYMES.**
  - 24.1. **El Plan de Acción del Capital Riesgo.**  
D. Felipe Oriol, Presidente de Corpfin Capital, Presidente de la Fundación Empresa y Sociedad y Ex - Presidente de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.
  - 24.2. **Los segmentos de mercado de pymes en la Unión Europea como vector estratégico de largo plazo.**  
Dña. Isabel Giménez Zuriaga, Directora General de la Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros de Valencia.
25. **La fiscalidad financiera en un mercado único financiero.**  
D. Luis Briones, Abogado y Socio Director de Baker and McKenzie, Briones, Alonso y Martín.
26. **El papel de los mercados financieros europeos en el marco de la integración económica de la Unión.**  
D. Pedro Solbes. Miembro de la Comisión Europea Responsable de los Asuntos Económicos y Monetarios de la Unión Europea.

## TOMO II CUERPO LEGISLATIVO

### DESCRIPCIÓN DE LOS PROYECTOS NORMATIVOS: DIRECTIVAS, REGLAMENTOS Y RECOMENDACIONES

Cada punto se ajusta con flexibilidad al siguiente esquema: descripción de la medida, situación de su tramitación y efectos de la misma sobre el mercado y por último una valoración de la propuesta de regulación.

1. **Introducción/descripción del cuerpo legislativo y tramitación normativa en el ámbito europeo**  
Redactores: D. Vicente Javier Fernández, Vocal Asesor de la Secretaría de Estado de Economía, Ex Consejero de Economía de la REPER de España en Bruselas.  
D. Juan María Arteagoitia, Administrador Principal de la Comisión Europea, Bruselas.



2. **Directiva de Folletos: Comentarios y recomendaciones.**  
Redactores: D. Iñigo Gómez-Jordana, Socio Director de Allen & Overy y miembro del Consejo Asesor de la Fundación de Estudios Financieros.  
Dña. Jimena Urretavizcaya, Abogado de Allen & Overy.
3. **Directiva de Colaterales. Problemática tramitación y efectos de la misma.**  
Redactor: D. Rafael Mínguez, Socio de Cuatrecasas Abogados.
4. **Directiva de Blanqueo de Capitales. Reforma del régimen jurídico.**  
Redactor: D. Gabriel Panizo, Director del servicio ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (CPBCIM). Banco de España.
5. **Directiva de Abuso de Mercado.**  
Redactor: Dña. Sol Bourgón, Subdirectora del Servicio Jurídico de la Comisión Nacional de Mercado de Valores de España.
6. **Desarrollo Normativo de Nivel II sobre la Directiva de Abuso de Mercado.**  
Redactor: D. Javier Zapata. Abogado y Asesor de la Fundación de Estudios Financieros.
7. **Directiva de los Organismos de Inversión Colectiva.**  
Redactor: D. Mariano Rabadán, presidente de INVERCO y Patrono de la Fundación de Estudios Financieros.
8. **Directiva de Servicios de Inversión. (Borrador del texto no aprobado por la comisión).**  
Redactor: D. Ramiro Martínez-Pardo, Consejero Director General de Nordkapp. Miembro del Consejo Asesor de la Fundación de Estudios Financieros.
9. **Directiva de OPAS.**  
Redactores: D. Luis de Carlos. Socio de Uría y Menéndez Abogados.  
D. Carlos de Cárdenas, Socio de Uría y Menéndez Abogados.
10. **Directiva de Conglomerados.**  
Redactor: D. José Manuel Gómez de Miguel, Jefe de División de la Dirección General de Regulación del Banco de España.
11. **Directiva de Fondos de Pensiones.**  
Redactor: D. José Carlos García de Quevedo, Director General de Seguros.
12. **Directiva de Mediación.**  
Redactor: Dña. Mirenchu del Valle. Secretaria General de UNESPA.
13. **Directiva de Saneamiento y Liquidación para Entidades de Seguros.**  
Redactor: Dña. Pilar González de Frutos, Presidenta de UNESPA y Ex Directora General de Seguros y Planes de Pensiones, Ministerio de Economía.
14. **Directiva de Adecuación del Capital.**  
Redactor: D. José M<sup>a</sup> Roldán, Director General de Regulación del Banco de España.
15. **Directiva de Venta a distancia de Servicios Financieros.**  
Redactor: D. Juan Guitard, Director General, Vicesecretario General y del Consejo, SCH.



16. **Directiva de Saneamiento y Liquidación de Entidades de Crédito.**  
Redactor: D. José M<sup>a</sup> Méndez, Secretario General de la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA).
17. **Directiva sobre la Fiscalidad del Ahorro.**  
Redactor: D. Miguel Ángel Sánchez, Director General de Tributos, Ministerio de Hacienda de España.
18. **Directiva sobre Transparencia de las Sociedades Cotizadas.**  
Redactor: D. Jaime Pérez Renovales, Secretario General y Vicesecretario del Consejo de Administración del Banco Español de Crédito
19. **Reforma de la Normativa Contable.**  
Redactores: D. José Luis López Combarros, Presidente del ICAC  
D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama, Catedrático de Contabilidad Financiera, Universidad Complutense de Madrid.
20. **Recomendación de Préstamos Hipotecarios.**  
Redactor: D. Gregorio Mayayo, Presidente de la Asociación Hipotecaria de España.





## RESUMEN EJECUTIVO Y PRINCIPALES CONCLUSIONES

**D. Aldo Olcese,**  
*Presidente de la Fundación de Estudios Financieros  
y del Instituto Español de Analistas Financieros*

### I. INTRODUCCIÓN: PLAN Y PROPÓSITO DE LA OBRA

La presente obra colectiva obedece al propósito de examinar las distintas iniciativas dirigidas por la Unión Europea a construir el mercado único de servicios financieros. La pieza clave de la reforma del mercado financiero europeo está en el Plan de Acción de Servicios Financieros, cuyo contenido y desarrollo son el objeto del examen de la mayoría de los capítulos de esta obra. Junto a ese Plan se abordarán otras medidas que tienen, igualmente, una influencia directa en la reforma del mercado financiero.

Estamos en un momento muy oportuno para examinar el desarrollo de ese Plan, por haberse cumplido una parte sustancial de su plazo de ejecución. No obstante, esta obra no quedaría completa si se limitara al examen y divulgación de los logros alcanzados o las tareas pendientes, sino que deberá señalar las grandes cuestiones que siguen planteadas en relación con los obstáculos a los que, todavía hoy y en un previsible futuro, se enfrenta ese mercado único.

Por todo ello, esta obra se enmarca en los esfuerzos del Patronato de la Fundación de Estudios Financieros, para apoyar y divulgar, en la medida de sus posibilidades, el conjunto de las medidas y actividades encaminadas a la liberalización de los mercados europeos de capitales.

En ese ánimo se dirigió la redacción de esta obra con una amplia batería de temas a tratar y una cuidadosa elección de los autores de los capítulos. Una vez avanzado el proceso de recopilación de las distintas ponencias y colaboraciones, la Fundación organizó en su seno una Comisión de exper-

tos, formada por los directores, co-directores, coordinadores y redactores de este trabajo bajo la presidencia de D. Aldo Olcese, Presidente de la Fundación de Estudios Financieros, a quién se encomendó la responsabilidad de este capítulo de resumen y conclusiones que, con el examen de los artículos y largas sesiones de trabajo celebradas a lo largo de los últimos meses de 2003 y primeros de 2004, abordó las conclusiones y propuestas de esta obra. Al trabajo de esa Comisión se debe la parte de conclusiones que constituye la parte final de este capítulo.

Por tanto, este capítulo recoge las ideas que consideramos más destacables de los diversos capítulos y ponencias, y también las conclusiones resultantes, a la vista del conjunto de esta obra y del desarrollo del mercado observado desde su inicio hasta su publicación. Entre esas conclusiones, como luego se verá, se abordan los grandes temas pendientes de reforma, que suponen todavía hoy grandes obstáculos a la integración de los mercados, junto a otras cuestiones de gran interés, aunque de trascendencia menor. Todas ellas serán trasladadas a la Comisión Europea, al Parlamento Europeo y al Gobierno Español para contribuir de forma activa y comprometida al debate existente.

### II. RESUMEN DE LA OBRA

#### 1º El plan de acción de servicios financieros en el contexto de la construcción del mercado interior de la Unión

Un sistema financiero integrado, que reduzca el coste de financiación de las empresas, es una condición precisa para el desarrollo del mercado único europeo.



Como explica Pedro Solbes<sup>1</sup>, la integración financiera reforzará la competencia en la prestación de servicios financieros, garantizará la información y la transparencia en el mercado y la estabilidad financiera.

El Consejo Europeo de Cardiff, en Junio de 1998, dio un impulso fundamental al proyecto de construcción de un mercado interior de servicios financieros, encargando a la Comisión la elaboración del Plan de Acción de Servicios Financieros, que fue aprobado al año siguiente.

El Plan de Acción fijó cuarenta y dos medidas legislativas, entre las que Juan Fernández Armesto<sup>2</sup> destaca la revisión de la Directiva de Servicios de Inversión, la introducción de un folleto unificado para los emisores y la creación de un régimen único de información privilegiada y manipulación de mercados. El Plan se refiere a cuatro apartados: la eliminación de las barreras a la integración de los mercados al por mayor, la superación de los obstáculos, como la desconfianza de los inversores, a la prestación transfronteriza de servicios financieros, el fortalecimiento de las estructuras de supervisión, y la mejora de la gestión de las empresas<sup>3</sup>.

El cumplimiento puntual, antes de fin de 2005, del Plan de Acción exigía la agilización del procedimiento legislativo, sin que para eso fuera suficiente ni aconsejable la mera delegación por el Parlamento de las competencias legislativas obtenidas pocos años atrás. Las recomendaciones del Comité de Sabios presidido por el Barón Lamfalussy, aprobadas por el Consejo Europeo de Estocolmo de marzo de 2001, y su aceptación por el Parlamento, una vez que el Presidente Prodi se comprometiera a tener «muy en cuenta» la posición del Parlamento a propósito de las medidas de ejecución, han hecho posible el desarrollo del Plan<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Ver capítulo sobre *El papel de los mercados financieros europeos en el marco de la integración económica de la Unión*, Pedro Solbes, Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios.

<sup>2</sup> Ver *La Supervisión de valores*: D. Juan Fernández Armesto.

<sup>3</sup> Ver *El Plan de Acción de los Servicios Financieros y Regulación futura en el ámbito financiero: medidas Post-Plan de Acción sobre los Servicios Financieros*. D. Alexander Schaub. Director General Mercado Interior. Comisión Europea.

<sup>4</sup> Ver *Mercado de Capitales Europeo: visión del Legislador*, de D. José Manuel García-Margallo. Eurodiputado y Vicepresidente de la Comisión Económica y Monetaria del Parlamento Europeo.

Como se explica con detalle en varios capítulos de esta obra<sup>5</sup>, el informe Lamfalussy distinguió cuatro niveles: el nivel 1, que recoge las leyes marco, Directivas o preferentemente Reglamentos, que se ceñirán a definir los principios generales y los objetivos de la regulación; el Nivel 2, normas de desarrollo reglamentario, que podrán adoptar la forma de Directiva o de Reglamento, y que serán elaboradas por un procedimiento simplificado, con el asesoramiento técnico de CESR (Comité Europeo de Reguladores de Valores), y la aprobación del *European Securities Committee*; el Nivel 3, las interpretaciones comunes, recomendaciones y códigos voluntarios aprobados por CESR; y el Nivel 4, que supone el mayor control por parte de la Comisión Europea de que los Estados miembros cumplen con sus compromisos de aplicar el Derecho comunitario.

La opinión indudablemente favorable sobre el Informe Lamfalussy y su puesta en práctica, no impide que, como puntualiza Juan Fernández Armesto, presente algunos de sus puntos débiles, como la falta de recomendación de una ley general europea del mercado de valores. Aunque se trate de una postura pragmática, la falta de una ley general nos enfrenta al riesgo de una legislación siempre fragmentaria, que podrá obedecer a interpretaciones diferentes de los principios de aplicación general, que el informe recoge. La propia técnica de elaboración normativa planteará, en cada caso, el problema de distinguir los principios generales, del Nivel 1, de los aspectos de detalle, a desarrollar en el Nivel 2. En realidad, como se aprecia en la postura adoptada por el Parlamento, el principal problema radica en el peligro de la pérdida de legitimidad democrática del procedimiento. Por último en este punto, en cuanto a la aplicación de las normas del Nivel 3, siempre existe el peligro de que esas recomendaciones terminen convirtiéndose en simples reflexiones sin eficacia normativa.

No obstante lo anterior, como señala Rodrigo Rato<sup>6</sup>, las recomendaciones del Informe Lamfalussy se

<sup>5</sup> Ver *Introducción/Descripción del Cuerpo Legislativo y Tramitación Normativa en el Ambito Europeo* de Juan María Arteagoitia Landa. Administrador Principal de la Comisión Europea y Vicente Javier Fernández. Vocal Asesor de la Secretaría de Estado de Economía, hasta septiembre de 2003 fue Consejero de Economía de la REPER de España en Bruselas.

<sup>6</sup> Ver Cap. de *Introducción del Vicepresidente Primero del Gobierno al Estudio de la Reforma de los Mercados de Capitales Europeos*.



han realizado con éxito, con la creación del Comité Europeo de Valores y del Comité Europeo de Reguladores de Valores en 2002. Buena prueba del juicio satisfactorio que merece el Informe es que el ECOFIN de Diciembre de 2002 aprobó la aplicación del procedimiento Lamfalussy a los sectores de banca y seguros, con la correspondiente transformación de los comités de banca y seguros en comités de nivel dos y la creación de dos comités de nivel tres, formados por los supervisores y encargados de la cooperación, implementación y asesoramiento técnico a la Comisión<sup>7</sup>.

Otro elemento crucial en el proceso de avance hacia el mercado único es la implantación del euro como divisa. Como señala Jaime Caruana<sup>8</sup>, la moneda común de doce de los países de la Unión Europea ha producido, ya hoy, la lógica integración del mercado interbancario, pero también sustanciales avances en los mercados de renta fija y movimientos estratégicos en los de renta variable, y en el futuro, será elemento fundamental del aumento de la competencia y de la eficiencia de los bancos europeos<sup>9</sup>.

## 2º Repaso del estado de la cuestión por sectores y mercados:

### *El sistema Bancario:*

#### *Los rasgos del sistema*

Jaime Caruana cita la internacionalización y el creciente protagonismo de los conglomerados financieros, como las dos características del sistema bancario europeo<sup>10</sup>. El desarrollo de los conglomerados se justifica, además de por elementos regulatorios, como, en Estados Unidos, la Ley Gramm-Leach-

Bliley, por razones de convergencia sectorial de productos, canales de comercialización y técnicas de gestión de riesgos, facilitados por las nuevas tecnologías de la información.

### *La Supervisión Bancaria y el Acuerdo de Basilea II*

El mercado financiero único está supervisado a escala nacional, como advierte Jaime Caruana. Las diferencias en la supervisión no se limitan a la organización administrativa de cada Estado, basada en elementos estructurales o tradiciones de tipo histórico, sino que alcanza también a los mismos planes, métodos y prácticas de cada supervisor, que son igualmente heterogéneos.

En relación con la supervisión, el debate hoy gira básicamente sobre la nueva regulación del capital y la configuración del supervisor, especialmente si este debe establecerse a nivel europeo o a nivel estatal. Asimismo, a nivel estatal se debate si el supervisor debe ser único para todos sectores financieros y el papel que debe jugar el Banco Central.

Miguel Martín<sup>11</sup> señala que la nueva regulación del capital es la piedra angular de la supervisión financiera. El nuevo Acuerdo de Basilea se sustenta en tres pilares básicos: como son la regulación del capital mínimo, la organización de un sistema de supervisión bancaria efectiva, en la que los supervisores controlarán que las entidades disponen y emplean métodos de gestión y control proporcionados a su perfil de riesgo, y la disciplina de mercado. Como pone de relieve Emilio Ontiveros<sup>12</sup>, el nuevo acuerdo amplía los riesgos considerados, al incluir el riesgo operacional, incorpora nuevos enfoques de medición y gestión de los riesgos, en especial, para el riesgo de crédito, y amplía las técnicas de reducción de riesgos. Interesa destacar que el acuerdo mejora el tratamiento de la financiación de las

<sup>7</sup> Ver *La nueva estructura de los Comités Financieros en la UE: El papel del Comité Económico y Financiero*. Dña. Gloria Hernández. Directora General Financiera de Banco Pastor.

<sup>8</sup> Ver *Antecedentes y perspectivas de la construcción del mercado único europeo*: El sistema bancario de Jaime Caruana. Gobernador del Banco de España.

<sup>9</sup> Ver *El Euro y los mercados de capitales: el papel internacional de la moneda única*. D. Iñigo Fernández de Mesa. Subdirector General para Asuntos Económicos de la Unión Económica y Monetaria, Dirección General del Tesoro.

<sup>10</sup> Ver capítulo sobre *La Directiva de Conglomerados Financieros* de José Manuel Gómez de Miguel, Jefe de División de la Dirección General de Regulación del Banco de España.

<sup>11</sup> Ver *La Supervisión Bancaria* de D. Miguel Martín. Director del departamento de Auditoría Interna del Banco de España. Ex subgobernador del Banco de España.

<sup>12</sup> Ver *El alcance del acuerdo de Basilea II* de D. Emilio Ontiveros, Catedrático de Economía Aplicada y miembro del Consejo Asesor de la Fundación de Estudios Financieros y D. Francisco J. Valero, Socio de Analistas Financieros Internacional y Catedrático de la Universidad Autónoma de Madrid.



empresas, y, en particular, el de las pequeñas y medianas. El principal alcance del nuevo acuerdo no reside tanto en la fijación de un nivel mínimo de los recursos propios, como en las nuevas metodologías de medición, control y gestión de los riesgos de crédito y operacional.

Como igualmente recuerda Miguel Martín, la estabilidad financiera no puede garantizarse por medio sólo de supervisión y regulación por bien diseñadas que estén. Requiere la actuación coordinada a nivel nacional e internacional, de todas las autoridades involucradas, económicas monetarias y supervisoras. Y desde luego una gestión sana y responsable de las entidades financieras.

#### *Bancos y Cajas de Ahorros*

Ana Patricia Botín<sup>13</sup> analiza la idoneidad del entorno normativo y económico actual para la actividad bancaria transfronteriza y las concentraciones de entidades de crédito de distintos países. En este sentido, tras realizar un estudio cuantitativo sobre cómo han evolucionado estas actividades y operaciones, destaca la subsistencia de barreras legales, que derivan, básicamente, de la heterogeneidad de los modelos de supervisión bancaria, y que también se manifiesta en los diferentes sistemas de protección de los consumidores y de normas de conducta aplicables por cada Estado.

En cuanto al sector de las Cajas de Ahorros, se encuentra en un proceso de expansión geográfica y de modernización de sus estructuras. En ese camino va equiparándose con la Banca en lo que concierne a dimensión, tipología de negocio y participación, como emisores y como inversores, en los mercados de capitales<sup>14</sup>. Las Cajas también podrán beneficiarse de la construcción del mercado europeo, al facilitarles vías de financiación y crecimiento de sus recursos, que les permitirán dar soporte al crecimiento de la inversión y a los nuevos requerimientos derivados de Basilea y de la actual política de armonización contable.

<sup>13</sup> Ver *El Mercado de Capitales Europeo: la visión de la Industria Bancaria*, de Dña. Ana Patricia Botín-Sainz de Sautuola. Presidente de Banesto. Patrono

<sup>14</sup> Ver *El Mercado de Capitales Europeo: la visión de las Cajas de Ahorros* de D. José Luis Méndez, Director General de Caixa Galicia.

#### *El Mercado de Valores*

##### *La Supervisión de Valores*

Si existe en Europa un mercado financiero único, con una moneda única, es lógico plantear la cuestión de la oportunidad de crear un supervisor único europeo, como hace Juan Fernández Armesto. Ya se han producido avances en la coordinación de la supervisión entre Estados miembros de la Unión Europea, por ejemplo, en el ámbito de las situaciones de insolvencia con efectos transfronterizos<sup>15</sup>. Por tanto, el debate sobre el modelo de supervisión en Europa sigue vigente. La respuesta no es pacífica, ni desde el punto de vista geográfico, ni desde el punto de vista funcional, ya que, junto a la solución de un supervisor para cada sector, algunos países han optado por una estructura unificada, y otros por una estructura dual, en la que un supervisor se responsabilice de evitar el riesgo sistémico, asegurando la viabilidad del correcto funcionamiento de los sistemas de pagos, y otro de proteger a los inversores y garantizar la transparencia.

##### *La otra Industria Financiera*

Como señala Juan Carlos Ureta<sup>16</sup>, la popularización de la inversión, debida al largo ciclo de prosperidad económica y de innovación tecnológica, ha convertido al sector de valores en una industria masiva, en la que se distinguen dos segmentos, el de los servicios de inversión “modularizados” y distribuidos a través de canales automatizados, y los servicios caracterizados por el componente de atención personal y de servicio exclusivo.

Entre las ventajas de un mercado europeo, destaca el incremento de la liquidez, consustancial a la misma existencia de las Bolsas, además de la mayor inversión tecnológica y de marketing, en sentido amplio, de éstas, la adecuación del mercado a las necesidades de financiación de los emisores internacionales, y la ampliación de la oferta de instrumentos financieros para los inversores.

<sup>15</sup> Ver *Directiva de saneamiento y liquidación de las Entidades de Crédito*, de D. José María Méndez, Secretario General de la CECA.

<sup>16</sup> Ver *El Mercado de Capitales Europeo: la visión de la otra Industria Financiera* de D. Juan Carlos Ureta. Presidente de Renta 4 Sociedad de Valores



En cuanto al modelo de mercado único, parece superada la idea de un solo mercado o sistema de negociación, gestionado por una única institución, por el planteamiento de una situación en la que concurrirán tres o cuatro polos de liquidez, en competencia entre sí. Frente a la concepción de un mercado indivisible, constituido como una sola Bolsa o mercado de valores, Ureta defiende el valor de la cercanía y de la diversidad, en la que se tienen en cuenta tradiciones culturales distintas, con idiomas distintos y normas y tradiciones empresariales también diversas. Esa misma dinámica se aprecia en los intermediarios y gestoras de fondos de inversión.

En otro orden de cosas y a la vista de los escándalos de los últimos años, las Bolsas deberán hoy prestar una especial atención a la extensión de las prácticas de buen gobierno de las empresas y a las buenas prácticas de mercado.

#### *Los mercados de valores*

Los mercados de valores han sufrido una transformación que, si bien obedece a la revolución tecnológica y a la implantación de la moneda única, no hubiera sido posible sin la evolución del marco normativo, con la aprobación de la Directiva de Servicios de Inversión de 1993 y, más recientemente, con el paquete de medidas y reformas legislativas contenidas en el Plan de Acción para los Servicios Financieros.

Ramón Adarraga<sup>17</sup>, trae a colación el significativo aumento de la competencia en el mercado primario de la deuda pública, y también, aunque en menor medida por la heterogeneidad de sus emisiones, en el de la renta fija privada, por la convergencia de las características de las emisiones, de los intermediarios y de los mercados secundarios.

En cuanto a los mercados secundarios de renta fija aún presentan una elevada fragmentación, tanto a escala nacional como a nivel europeo, existiendo una variedad de mercados y sistemas, más o menos independientes y dirigidos a distintos tipos de inversores. Frente a los elementos positivos como la

<sup>17</sup> Ver *Descripción cuantitativa y cualitativa del Mercado Europeo de Capitales* de Ramón Adarraga Morales, Secretario General del European Capital Markets Institute.

modernización de los mercados y la importancia creciente de las Bolsas, se mantienen, no obstante, barreras nacionales, técnicas, legales o fiscales, que dificultan la integración entre los diferentes mercados de la Unión. Es preciso superar tales barreras en cuanto que un mercado único en el sentido de armonizado y más integrado abaratará la financiación de las empresas, incrementará las oportunidades de inversión para los inversores y mejorará la competitividad europea.

La profundización de la competencia entre los mercados justifica la propuesta de modificación de la Directiva de Servicios de Inversión<sup>18</sup> que aborda la negociación de valores teniendo en cuenta la mayor competencia entre los mercados, la aparición de sistemas multilaterales de negociación, y el paulatino incremento de la negociación de órdenes de clientes en el seno de las propias Empresas de Servicios de Inversión, práctica conocida como internalización de órdenes.

#### *Las Bolsas de Valores*

Junto al proceso de armonización legislativa, se advierte un proceso paralelo de consolidación, en el sentido corporativo, de las organizaciones y estructuras bursátiles. Como señala Antonio Zoido<sup>19</sup>, las Bolsas se han transformado en sociedades anónimas al servicio de sus clientes y con vocación de apelación al público inversor, como cualquier otra empresa cotizada. De hecho, los tres mercados más importantes de Europa, Londres, Euronext y la Bolsa Alemana, han visto admitidas sus acciones a negociación bursátil. Sobre los mercados de valores más competitivos, se asentará el mercado integrado, sin que, en ningún caso, un mercado único tenga que entenderse como una sola Bolsa. Adicionalmente, la revolución tecnológica está transformando las Bolsas y los mercados, de modo que éstos se han convertido, en una buena medida, en empresas prestadoras de servicios tecnológicos.

<sup>18</sup> Ver *Directiva de Servicios de Inversión* D. Ramiro Martínez Pardo, Director General de NORDKAPP y miembro del Consejo Asesor de la Fundación de Estudios Financieros.

<sup>19</sup> Ver *La visión de las Bolsas de Valores*: D. Antonio Zoido Martínez, Presidente de la Bolsa de Valores de Madrid y de Bolsas y Mercados Españoles, S.A.



### *Los Mercados de derivados*

Desde la introducción del euro, se ha acentuado la tendencia a la concentración de la negociación en mercados electrónicos de derivados en Europa. Jose Manuel Basañez<sup>20</sup> subraya que los mercados de derivados seguirán atrayendo nueva demanda, tanto para la gestión por los inversores del riesgo de precio, como por el nuevo acuerdo de Basilea, debido a sus reglas de gestión del riesgo operacional y de crédito.

En esa situación, los mercados europeos de derivados se van a ver sometidos a una enorme presión competitiva, en la que la actividad supervisora deberá ser neutral, evitando cualquier forma de arbitraje regulatorio.

### *Los Sistemas de Compensación y Liquidación*

Parece claro que el mercado financiero único exige superar la fragmentación y falta de armonización entre los sistemas de compensación y liquidación europeos, como señala José María Narváez, citando los informes Lamfalussy y los dos informes Giovannini de 2001 y 2003<sup>21</sup>.

Las normas europeas y los nuevos proyectos normativos apuntan al establecimiento de un marco en el que los inversores puedan acceder libremente, a través de los Bancos y Empresas de Servicios de Inversión, a las distintas instituciones responsables de los tres estadios tradicionales en la negociación de valores: contratación, compensación y liquidación, independientemente de la jurisdicción en la que se encuentre cada uno de ellos, y sin que un posible régimen de exclusividad a favor de las instituciones que prestan dichos servicios, o la ausencia de interconexiones entre las mismas, puedan convertirse en barreras a esa libertad de acceso.

En esta materia, se debe defender la armonización de las normas aplicables y una mayor competencia

<sup>20</sup> Ver *La visión de los otros Mercados* de D. Jose Manuel Basañez. Presidente de MEFF Mercados Financieros.

<sup>21</sup> Ver *La visión de los sistemas de compensación y liquidación* de D. José M<sup>a</sup> Narváez. Consejero Delegado de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.

de los sistemas, sin olvidar la trascendencia jurídica sustantiva que tienen el registro, liquidación y compensación de valores e instrumentos financieros. La ausencia de regulación homogénea, sobre la base de las distintas jurisdicciones competentes, puede ser una clara fuente de arbitraje regulatorio a favor, normalmente, de los ordenamientos menos rigurosos en la protección de los derechos de los inversores y en la identificación del titular último de los valores.

### *Los analistas financieros*

Los escándalos aparecidos en los Estados Unidos han causado una notable pérdida de confianza en la profesionalidad y el valor de los informes de los auditores y de los analistas<sup>22</sup>, además de poner de manifiesto los conflictos de interés entre las actividades de análisis y de banca de inversión, cuando se desarrollan dentro de una misma entidad.

En este contexto deberá abordarse una nueva regulación<sup>23</sup> que garantice la independencia de los analistas y revise los sistemas de control de sus conflictos de interés, su régimen de retribución y los canales de distribución de los informes. Debe establecerse una regulación uniforme de los conflictos de interés, que hasta ahora era distinta en cada mercado, que fije reglas de control de esos conflictos, entre su prohibición, que parece excesiva y compleja, y la información pública y adecuada de los mismos. La Directiva de Abuso de Mercado<sup>24</sup> impone la regulación y supervisión de ciertas áreas, que se está desarrollando en normas de segundo nivel, según el procedimiento de comitología previsto en el Informe Lamfalussy.

<sup>22</sup> Ver *El Mercado de Capitales Europeo: la visión del Analista Financiero*. D. Bernard Coupez. Presidente de la Asociación Francesa de Analistas Financieros

<sup>23</sup> Ver *La práctica profesional del Análisis Financiero y la Banca de Inversión en un mercado financiero europeo integrado* D. Fritz Rau. Presidente de la Asociación Europea de Asociaciones de Analistas Financieros, Presidente de la ACIIA y Presidente de la Asociación Alemana de Analistas Financieros.

<sup>24</sup> Ver *Directiva 2003/6/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de Enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)* de Sol Bourgón Camacho. Subdirectora del Servicio Jurídico de la Comisión Nacional de Mercados de Valores y Desarrollo Normativo de Nivel II sobre la Directiva de Abuso de Mercado, de Javier Zapata Ciungeda, Abogado y Asesor de la Fundación de Estudios Financieros.



La actividad de análisis y el mercado de analistas no está, por el momento, integrado plenamente al no considerarse sino una actividad accesoria y no esta sujeta ni al pasaporte comunitario ni a una regulación de la Unión. Como conclusión, Fritz Rau plantea una redefinición del papel y funciones de los analistas en el mercado, el desarrollo de nuevas reglas y la aplicación del pasaporte europeo.

La propuesta de reforma de la Directiva de Servicios de Inversión incluye en su regulación el análisis financiero como un servicio auxiliar, que no estará sujeto a la obtención de autorización como Empresa de Servicios de Inversión, salvo que se preste junto a otros servicios de inversión, como el de asesoramiento financiero, que si queda sujeto a autorización administrativa y supervisión.

#### *La perspectiva de los seguros*

La importancia del sector de seguros es extraordinaria, no solo en las ocasiones en la que, por diversas catástrofes, tenemos ocasión de comprobarlo, sino si atendemos al mero hecho de que mas de un millón de europeos trabajan en el sector<sup>25</sup>.

En los últimos años, las compañías de seguros han encarado un negocio en creciente competencia, convergencia entre sectores e internacionalización, al tiempo que los sistemas de control de riesgos están siendo objeto de una redefinición.

En opinión de David Deacon, con el fin de promover una futura convergencia, el proyecto de Basilea II deberá tomar en consideración no solo las propuestas hechas en el ámbito de la Unión, sino también los trabajos desarrollados por las distintas organizaciones internacionales de su ámbito.

Como destaca Alvaro Muñoz, la armonización supervisora resulta fundamental para que la competitividad entre las Compañías aseguradoras se produzca en términos homogéneos, ya que los requerimientos de supervisión y, muy especialmente, los

<sup>25</sup> Ver *El alcance de la revisión de los criterios de solvencia en el Sector Asegurador*. D. David Deacon, Jefe de Unidad de Mercados Financieros y Seguros, Dirección General del Mercado Interno, Comisión Europea. Solvency II – design of a future insurance supervisory system in the EU

presupuestos técnicos utilizados para calibrar la solvencia de cada negocio, tienen influencia directa en la capacidad de competir en los mercados<sup>26</sup>.

Debe resaltarse la aprobación de la Directiva sobre la mediación de los seguros privados, que acaba con la situación anterior, en la que únicamente las entidades aseguradoras disponían de “pasaporte europeo”. Esta Directiva tiene por objeto facilitar la libertad de establecimiento y la libre prestación de servicios, y garantizar una adecuada protección al consumidor, mediante la coordinación de las disposiciones nacionales que regulan las condiciones de acceso y ejercicio a la actividad de mediación<sup>27</sup>.

#### *Las empresas emisoras*

##### *La posición de las empresas cotizadas ante el mercado integrado*

La integración del mercado será un elemento beneficioso para el desarrollo de las empresas cotizadas en los Estados de la Unión. Por ello, como señala Javier Monzón<sup>28</sup>, las empresas cotizadas deberían contribuir decididamente a la construcción de ese mercado integrado, entendido, no como una única Bolsa o mercado, sino como varias estructuras o mercados bursátiles en competencia, de dimensión supranacional europea. Las autoridades públicas deben crear las condiciones adecuadas, como han sido la desmutualización de las Bolsas o el establecimiento de un marco de actuación europeo de las Empresas de Servicios de Inversión, para que las fuerzas del mercado puedan articular ese mercado.

En dicho mercado, los emisores, inversores e intermediarios podrán actuar con independencia de sus respectivas localizaciones y de dónde tengan lugar la negociación y liquidación de las transacciones. Para todo ello, habrá que superar obstáculos legales y regulatorios, de infraestructura y funciona-

<sup>26</sup> Ver *Antecedentes y perspectivas de la construcción del mercado único europeo: el sector asegurador*. D. Álvaro Muñoz. Presidente de MUSINI.

<sup>27</sup> Ver el capítulo sobre la *Directiva de Mediación de Seguros* de Dña. Mirenchu del Valle Schaan. Secretaria General de UNESPA.

<sup>28</sup> Ver *El Mercado de Capitales Europeo: La visión de las Empresas Cotizadas* de D. Javier Monzón, Presidente de INDRA.



miento del mercado, y de cultura de los inversores, sin que sea suficiente la mera armonización de las normas o la interconexión de los actuales mercados nacionales.

Los emisores tienen una magnífica ocasión de demostrar su apoyo decidido y determinante a esa integración en la próxima adopción de las normas internacionales de contabilidad y en las prácticas que desarrollen en materia de gobierno corporativo.

*La modernización del Derecho de Sociedades y el Gobierno corporativo de las empresas. Otras normas referidas a los emisores*

El 21 de mayo de 2003 la Comisión Europea presentó el Plan de modernización del Derecho de sociedades y Gobierno corporativo en la Unión Europea<sup>29</sup>. A partir de las premisas del Comité Winter, y con los objetivos de fortalecer los derechos de los accionistas, la protección de terceros y la eficacia y competitividad de las empresas, el Plan afronta la mejora de la información sobre gobierno societario, en especial sobre el informe anual, los derechos de los accionistas, la modernización del Consejo de Administración, en particular, en lo que se refiere a los consejeros no ejecutivos y las remuneraciones de los consejeros, y la coordinación de los esfuerzos de los Estados en materia de gobierno corporativo.

Este Plan pretende lograr la coordinación de los Códigos de buen gobierno de los distintos países, manteniendo un enfoque común en ciertas reglas esenciales. Como señala Fernández de la Gándara, será preciso coordinar el procedimiento de elaboración de dichos códigos y de las medidas internas de los Estados para supervisar y promover su cumplimiento e información. El Plan recomienda la aprobación prioritaria de una Directiva específica sobre la materia y prevé la creación del Foro Europeo de Gobierno Corporativo. Sin esperar a la aprobación de las normas europeas, la Ley 26/2003, de Trans-

parencia, desarrollada por una Orden del Ministro de Economía, de 26 de diciembre de 2003, publicada el 8 de Enero de 2004, incorporó a nuestro ordenamiento las recomendaciones en la materia que se contienen en el Informe Aldama, presentado en Febrero de 2003.

El plan recoge otra serie de normas, entre las que podemos subrayar la reestructuración y movilidad de las sociedades, que deberían servir de base para la propuesta de las Directivas sobre fusiones transfronterizas y sobre transferencia intracomunitaria de sede.

Aparte de las propuestas señaladas en cuanto al gobierno corporativo, el Plan se limita a listar las cuestiones por examinar, estableciendo un calendario para ello. Dado lo ambicioso de las materias que aborda y lo prolongado en el tiempo de su desarrollo, Luis Fernández de la Gandara concluye que el éxito de la iniciativa dista de estar asegurado.

Por lo que hace a la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición de valores, y después de un largo camino, la propuesta de Directiva<sup>30</sup> vuelve a contener una solución de compromiso que trata de salvar los intereses de todos los Estados, convirtiéndola en un acuerdo de mínimos. Incluso en ese texto de mínimos se ha establecido la voluntariedad para los Estados miembros de acoger la regla de la pasividad, que impide a los administradores de la sociedad afectada emprender cualquier actuación que pueda frustrar el éxito de una oferta, y la regla de la neutralización (breakthrough rule), que declara la inaplicación de restricciones estatutarias o contractuales a la transmisión de las acciones y a los derechos de voto de los accionistas tras la presentación de una OPA. En cuanto a la supervisión, la Propuesta de Directiva establece que cada Estado miembro designará una autoridad competente para la supervisión de las OPAs, dejando libertad a los Estados para decidir si tal autoridad debe ser una administración pública o una asociación u organización privada.

Como ha señalado Rodrigo Rato, acontecimientos producidos últimamente en distintos mercados han

<sup>29</sup> Ver el capítulo *Modernización del Derecho de Sociedades y mejora de la gestión empresarial en la Unión Europea: Un análisis del Plan de Acción presentado por la Comisión*. D. Luis Fernández de la Gándara, Catedrático de Derecho Mercantil y Socio de Garrigues Abogados y D. Manuel Sánchez Álvarez, Profesor Titular de Derecho Mercantil y Asociado de Garrigues Abogados.

<sup>30</sup> Ver *Directiva de OPAs* D. Luis de Carlos y D. Carlos de Cárdenas Socios de Uría y Menéndez Abogados



puesto de manifiesto la manipulación de la información difundida por algunas empresas y la existencia de conductas irregulares, y, en algún caso, delictivas, de sus equipos directivos. Estos fallos en el funcionamiento de los mercados no han sido detectados ni corregidos adecuadamente por los reguladores y supervisores, lo que debe tenerse en cuenta en la revisión del régimen de la información al mercado. Entre otras normas, parece claro que el proceso de elaboración y supervisión de la información financiera y las relaciones con los auditores, deben confiarse necesariamente a consejeros no ejecutivos de las empresas.

En ese ámbito, importancia singular tiene para los emisores la Directiva de Folletos<sup>31</sup>, que tendrá un notable impacto en el régimen de las ofertas públicas de venta y emisiones de valores, en cuanto que simplifica los trámites administrativos, procedimientos y calendarios de las operaciones, al no ser preciso más que un único folleto para toda la Unión. En la misma línea, resulta imprescindible la aprobación y desarrollo de la Directiva de transparencia de las empresas, para la armonización de la regulación de la información periódica, de participaciones significativas y de hechos relevantes al mercado<sup>32</sup>.

#### *El punto de vista sindical*

Desde el punto de vista sindical, se recuerda la responsabilidad social de las empresas con sus trabajadores y con los consumidores de sus productos. M<sup>a</sup> Jesús Paredes no cree que, por sí sola, la competencia pueda solucionar el problema del gobierno corporativo<sup>33</sup>. Las decisiones de los gestores de las empresas tienen incidencia en colectivos como son

<sup>31</sup> Ver *Directiva sobre Folletos de Oferta Pública y Admisión a Cotización de Valores: una aproximación preliminar*, de D. Iñigo Gómez-Jordana y D<sup>a</sup>. Jimena Urretavizcaya, Socios de Allen & Overy.

<sup>32</sup> Ver capítulo sobre “*Directiva sobre transparencia de las Sociedades Cotizadas*”, de D. Javier Pérez Renovales, Secretario General de Banesto.

<sup>33</sup> Ver *El Mercado de Capitales Europeo: la visión sindical* de D<sup>a</sup> M<sup>a</sup> Jesús Paredes Secretaria General, COMFIA (CC.OO) y D. Luis Gómez Martínez, Profesor Asociado del Dpto. Organización de Empresas de la Universidad Complutense de Madrid y Economista de COMFIA (CC.OO).

los trabajadores, los clientes, los proveedores, los accionistas, los bancos, los defensores del medio ambiente, los diferentes gobiernos, etc. Por lo tanto, los intereses de todos esos grupos, que son afectados por esas decisiones, deberán tenerse en cuenta a la hora de la toma de decisiones por las empresas. Considera que el gobierno corporativo es un problema tanto de los trabajadores como de los inversores y defiende la aplicación de las recomendaciones del informe Winter, en particular, las que se refieren a la responsabilidad de los inversores institucionales y la remuneración de los consejeros.

#### *El capital riesgo y las PYMES*

Con el fin de dotar al mercado europeo de las condiciones adecuadas para el pleno desarrollo de la industria de capital riesgo, la Unión Europea estableció un “Plan de Acción para el Capital Riesgo” que concluye a finales del 2003. Incluye medidas reguladoras, para facilitar el acceso de los inversores institucionales a esas entidades, medidas fiscales, y medidas de fomento empresarial<sup>34</sup>.

Finalizado el periodo de ejecución del Plan, el mercado sigue estando fragmentado y se mantienen importantes obstáculos, legales, fiscales y contables, para la construcción del mercado interior.

A pesar del proceso de consolidación del sector de capital riesgo español, y de la abundancia de recursos invertibles y de proyectos atractivos, como apunta Felipe Oriol, es imprescindible un cambio en su marco regulatorio y una mayor presencia, difusión y aceptación dentro del mundo empresarial español.

Igualmente, Isabel Giménez<sup>35</sup> explica que el mercado único no puede olvidar la relevancia creciente de las PYMES en la economía europea. Las PYMES y las Bolsas deben encontrar los medios

<sup>34</sup> Ver *Los Mercados de Capitales y las PYMES: el Plan de Acción del Capital Riesgo* de D. Felipe Oriol, Presidente de Corpfin Capital, Presidente de la Fundación Empresa y Sociedad y Ex - Presidente de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.

<sup>35</sup> Ver *Los segmentos de mercado de pymes en la Unión Europea como vector estratégico de largo plazo*. Dña. Isabel Giménez Zuriaga, Directora General, Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros.



para beneficiarse mutuamente. La Federación Internacional de Bolsas en una encuesta realizada en 1999 con 50 Bolsas de Valores, señala algunos errores de los mercados en relación con las PYMES: diluir el segmento de negociación de PYMES en el mercado principal, mantener un único modelo de mercado y de formación de precios, crear segmentos de negociación de valores emitidos por PYMES, sin llegar a conocer las características económicas propias de esas empresas. En esta línea, la Unión Europea y los Estados miembros han propuesto una serie de medidas para hacer posible el acceso de las pequeñas y medianas empresas a los mercados de valores, que deberán dar en el futuro sus frutos.

#### *Los consumidores*

En lo que se refiere a los consumidores, Isabel Ávila observa una general desorientación ante la construcción del mercado de servicios financieros, que se justifica por la complejidad de su articulación, y la falta de una información precisa y adecuada<sup>36</sup>.

Entre las recomendaciones que plantea, está la de reconfigurar la legislación de protección al usuario de servicios de crédito, que considera tan variada como confusa y dispersa. Toda esa crítica al cuerpo normativo de protección del usuario de servicio financieros se sintetiza en una frase del Consejo de Consumidores y Usuarios, y que quizás resulte más brillante que justa: “Demasiadas normas para tan poco Derecho.”

#### *La regulación de las pensiones*

Es conocido que el creciente número de pensionistas y el aumento de las prestaciones sociales suponen un peligro real para el mantenimiento del actual sistema de pensiones, especialmente en países como Alemania, España, Francia e Italia. Luis Ravina Bohórquez y Pedro Schwartz, consideran que se trata de una materia afectada por una interferencia política excesiva en su financiación, y con-

<sup>36</sup> Ver *El Mercado de Capitales Europeo: la visión de los Consumidores* Dña. Isabel Ávila Fernández-Monge, Presidenta de la CEACCU (Confederación Española de Organizaciones de Amas de Casa, Consumidores y Usuarios).

sideran probable que, si no existiera tal interferencia, los mercados financieros resultarían capaces de poner en contacto a ahorradores, de una parte, y pensionistas y demandantes de fondos para pensiones y servicios de salud, de otra, de manera satisfactoria<sup>37</sup>. Para ejercer esa labor eficazmente, el mercado de valores y los intermediarios necesitarán un marco institucional adecuado.

El Banco Central Europeo ha señalado la necesidad de acometer reformas integrales de los sistemas de pensiones. Los sistemas de pensiones europeos deben ser reformados de tal manera que ofrezcan capitales estables a largo plazo que sean canalizados hacia las inversiones más productivas. Luis Ravina Bohórquez y Pedro Schwartz llaman la atención sobre el escaso conocimiento de la cuestión que tienen los ciudadanos en España, lo que contrasta llamativamente con los de otros países europeos, y la falta de información que los poderes públicos de nuestro país ofrecen en la materia.

#### *La fiscalidad financiera en un mercado único financiero*

El Parlamento Europeo ha indicado que, en realidad, “ni los gobiernos nacionales ni el público en general... están ansiosos de ver sus impuestos «fijados por Bruselas»<sup>38</sup>.

Si bien el Plan de Acción de Servicios Financieros reconoce la dificultad de aplicar el Mercado único de servicios financieros mientras que no se alcance la coordinación tributaria en los mercados, este Plan se limita a proponer la adopción de una Directiva sobre la imposición del ahorro y la aplicación del código de conducta sobre la fiscalidad de las empresas, aparte de otras dos iniciativas a las que da menor prioridad, como son la coordinación de las disposiciones tributarias relativas a las pensiones complementarias y la revisión de la tributación de los servicios financieros.

<sup>37</sup> Ver *Los mercados de capitales y el ahorro a largo plazo: el sistema de pensiones europeo*. D. Luis Ravina Bohórquez, Decano de la Facultad de Económicas de la Universidad de Navarra. D. Pedro Schwartz, Catedrático de Historia de las Doctrinas Económicas.

<sup>38</sup> Ver *La fiscalidad financiera en un mercado único financiero* D. Luis Briones, Socio de Baker&McKenzie, Briones Alonso Martín.



Siguiendo a Luis Briones, la descoordinación de las normas fiscales nacionales es origen de una serie de graves ineficiencias. Entre éstas están las que crean fronteras artificiales, justificadas en la protección de los mercados locales o derivadas de las diferencias entre las legislaciones nacionales. Así también, las medidas que afectan negativamente a la competitividad del mercado, al imponer costes superiores a los incurridos de operar en un mercado situado fuera de la Unión Europea. Tales costes pueden deberse a las retenciones, la imposición documental, los costes de cumplimiento de las obligaciones tributarias de declaración, información o colaboración con la autoridad tributaria, y a la no deducibilidad del IVA soportado por las entidades financieras.

Otras medidas nacionales que deben evitarse son las que suponen un tratamiento fiscal discriminatorio sobre valores e instrumentos financieros. Como explica Luis Briones, la competencia fiscal, unida a la falta de información entre las Administraciones tributarias, parece favorecer la paulatina desfiscalización de las rentas del capital, con la consiguiente discriminación contra las rentas del trabajo, que supone un aumento relativo del gravamen del trabajo. Esa previsible rebaja generalizada de la imposición sobre las rentas del capital no se ha evidenciado en la práctica, pero resulta un argumento eficaz para la efectiva coordinación de las normas fiscales sobre el ahorro.

Deben citarse, finalmente, las normas internas que imponen una competencia fiscal dañina, y las medidas que favorecen el fraude y la evasión fiscal. Entre las primeras, están las medidas originadas por la falta de coordinación de los sistemas tributarios, que hace que los países traten de atraer beneficios que de otra forma no se hubiesen obtenido localmente en detrimento de las actividades o beneficios que se obtendrían en otros territorios. En cuanto a las medidas que favorecen el fraude y la evasión fiscal, es claro que la libertad de movimiento de capitales unida a las limitaciones del intercambio de información tributaria y el mantenimiento del secreto bancario en algunos Estados miembros, facilita la evasión fiscal de las rentas del capital. Con el fin de luchar contra esta situación, se ha aprobado la Directiva sobre Fiscalidad del Ahorro, que es muy restrictiva, en cuanto que solo afecta a los productos incluidos en su texto, contiene imprec-

ciones que plantearán futuros problemas de interpretación, y fija un régimen transitorio generoso que permite evitar, durante ese periodo, el intercambio de información.

### **3º El grado actual de implementación y de cumplimiento del Plan de Acción de Servicios Financieros**

El Plan debe culminarse antes de fin de 2005, lo que exige, debido a la necesidad de la transposición de las normas, que las Directivas se aprueben antes de Abril de 2004. De las cuarenta y dos medidas previstas en el Plan, treinta y seis han sido ya adoptadas. En los últimos meses, se han aprobado la Directiva sobre Fiscalidad del Ahorro y la Directiva sobre Folletos, y otras están muy próximas a su aprobación.

Quedan pendientes de adoptar antes de Abril de 2004, la Directiva de Servicios de Inversión y la Directiva de Transparencia<sup>39</sup>. Más lejana está la aprobación de la Directiva de Ofertas Públicas de Adquisición de Valores y las Directivas 10ª y 14ª sobre Derecho de Sociedades. Junto a esas medidas, están pendientes también la Directiva sobre Adecuación de Capital<sup>40</sup> y la ejecución del Plan de acción en materia de Sociedades y Gobierno Corporativo. Se ha avanzado, asimismo, en otras medidas no incluidas en el Plan de Acción de Servicios Financieros, como son las propuestas sobre Compensación y Liquidación en operaciones transfronterizas, y sobre Conflictos de interés de los Analistas Financieros.

La aprobación y el desarrollo del Plan de Acción de Servicios Financieros ha resultado muy acertada al fijar una relación de tareas precisas con un calendario concreto, en el que se ha avanzado mucho desde 1999. Existe un satisfactorio grado de aplicación de las recomendaciones del Informe Lamfalussy, con la creación del Comité Europeo de Valores y del Comité Europeo de Reguladores de Valores en 2002, y la

<sup>39</sup> Ver *Directiva sobre Transparencia de las Sociedades Cotizadas*, D. Jaime Pérez Renovales, Secretario General y Vicesecretario del Consejo de Banesto

<sup>40</sup> Ver *Directiva de Adecuación del Capital* D. José Mª Roldán, Director General de Regulación del Banco de España.



aprobación de la primera Directiva, la de abuso de mercado, mediante el nuevo procedimiento legislativo. Los logros del Plan y los avances en la integración de los mercados financieros, son más notorios si se ponen en relación con el progreso experimentado en las demás reformas aprobadas en Lisboa.

Sin embargo, como apunta José Manuel García-Margallo en su capítulo, queda todavía un esfuerzo legislativo adicional, para el que deberían tenerse en cuenta algunas lecciones, como los obstáculos derivados de la no aplicación de la legislación comunitaria existente, la divergente interpretación en la transposición de las Directivas, el retraso del Consejo en la aprobación de las Directivas, y la conveniencia de inventariar las barreras que dificultan el funcionamiento del mercado interior.

### III. CONCLUSIONES DEL ESTUDIO SOBRE LA REFORMA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS

#### 1º El impulso político, una herramienta imprescindible

Como consideración inicial dentro del apartado de conclusiones, nos debemos referir a la necesidad de dar un nuevo impulso político a la tarea emprendida de construir un mercado único de servicios financieros. No cabe duda de que, en ese camino, se ha avanzado con cierta rapidez, pero todavía nos enfrentamos a un conjunto de barreras cuya superación no será fácil y exigirá el mantenimiento del impulso político por parte de los órganos de la Unión Europea y de los Estados miembros de la Unión. En una organización múltiple no sólo de países; sino de ideologías e intereses, la voluntad de progresar hacia objetivos complejos es siempre desigual. En este punto, no puede olvidarse que algunos países han cumplido mejor que otros sus funciones de liderazgo y coordinación durante sus respectivos mandatos presidenciales. Entre los Estados miembros que cumplieron satisfactoriamente los objetivos fijados de su Presidencia, podemos citar el ejemplo español.

Antes de plantear un nuevo conjunto de iniciativas, la opinión de la Comisión Europea es que deberá realizarse una evaluación del grado de integración de los

mercados financieros europeos. La evaluación debería identificar y destacar los impedimentos públicos principales de carácter normativo, administrativo y de control, entre otros, que entorpecen la realización de negocios transfronterizos. Con los resultados de esa evaluación podrá avanzarse en el proceso iniciado.

Por otro lado, no deberíamos dejar de mencionar, en este capítulo de conclusiones, la futura Constitución europea, actualmente pendiente de un nuevo proceso de negociación. La Constitución es y seguirá siendo una oportunidad única de simplificar la adopción de decisiones en la Unión, con el fin de avanzar en el proyecto común y, también, de hacer posible el funcionamiento de la maquinaria europea, ante el reto que supone la ampliación a los países del Este de Europa, y las reformas estructurales necesarias para mejorar el crecimiento económico y el bienestar de los ciudadanos europeos.

#### 2º El Mercado Financiero Único: su sentido

Al hablar del mercado único, los ponentes de esta obra coinciden en que debe superarse la idea de la organización de un mercado o sistema de negociación gestionado por una institución central única. Lo cierto es que, aparte de por otras razones, la solución del mercado como una entidad, podría dejar fuera de ese mercado a las sociedades que no alcanzaran la capitalización de los grandes emisores, y mucho más a las PYMES, que ya hoy tienen problemas para acceder a las Bolsas nacionales.

La construcción del mercado único se entiende como una eficaz armonización de los mercados, que compiten entre sí, que se articula en una serie de elementos, como la existencia de adecuados sistemas de interconexión, operativas análogas, normativa homogénea y eficiencia de las transacciones transfronterizas, de modo que los emisores o intermediarios, y al fin, los propios inversores, puedan actuar en todo el territorio de la unión sin barreras, como una sola jurisdicción o mercado.

Ahora bien, para que todo lo anterior no se quede en poco más que una mera declaración de buenas intenciones, deberán establecerse los sistemas técnicos de interconexión, de los que en España y en el ámbito de los mercados nacionales tenemos una



amplia experiencia, que hagan posible el acceso directo y eficiente de los inversores a cualquiera de los mercados radicados en los países de la Unión. La armonización normativa y esa adecuada interconexión darán lugar a la concentración de esos grandes polos de liquidez en competencia entre sí.

### 3º El dilema de la supervisión del mercado

La construcción del mercado único es el objetivo explícito de la Unión, y no la organización de un supervisor único.

Como medio para alcanzar ese mercado único, no cabe duda que debe plantearse si la organización administrativa de la supervisión, tal como hoy la conocemos, sirve de manera eficiente, o no, a ese objetivo.

La cuestión debe plantearse tomando en consideración el ámbito geográfico de la supervisión de los mercados, en cada país y en el conjunto de la Unión, y el punto de vista funcional de la supervisión de los diferentes sectores financieros de banca, valores y seguros.

En el ámbito nacional y desde el punto funcional, parece que las últimas tendencias apuntan a la progresiva unificación de los sistemas de supervisión, de modo que, bajo una misma autoridad, se organicen los distintos servicios técnicos de supervisión, diferenciados por los tres sectores financieros, como ya es una realidad en el Reino Unido y Alemania. La unificación, por tanto, de la autoridad de supervisión en cada uno de los Estados de la Unión parece ser un proceso generalizado que se justifica en una serie de razones señaladas a lo largo de la presente obra, como, entre otras, el desenvolvimiento de los grandes conglomerados financieros.

En el ámbito europeo, la construcción de un mercado único no parece requerir de modo necesario la organización de un único supervisor. Como ha quedado expuesto en la obra, el informe Lamfalussy, al abordar la organización de la supervisión europea de los mercados de valores, plantea una alternativa entre dos soluciones, la creación de una única supervisión europea, o el establecimiento de sistemas de coordinación de los órganos de supervisión de cada uno de los Estados.

Parece que si la coordinación de los supervisores, como fórmula aplicada en la actualidad, fuera ampliándose de modo que llegara a existir una verdadera conjunción de prácticas y procedimientos de los supervisores, con un órgano permanente que aseguraran tal actuación coordinada, de forma que se fuera eliminando el arbitraje regulatorio, la opción por una red de supervisores coordinados sería perfectamente aceptable.

Por tanto, la decisión sobre el establecimiento de un solo supervisor de todo el mercado de la Unión debe esperar hasta que se verifique la eficacia o no de las fórmulas de coordinación iniciadas, que hoy todavía no están dando los resultados requeridos. En cuanto a la eventual atribución de todos los poderes de supervisión, en los sectores de Banca, Valores y Seguros, a una única autoridad, debería ser objeto de un meditado estudio, en el que no debería perderse de vista que la creación de ese órgano podría suponer la revisión de la estructura organizativa y del equilibrio de poder admitido y vigente en la Unión. Asimismo, no debe desdeñarse el divorcio que existiría en esa arquitectura, entre la decisión de la autoridad única europea supervisora de intervenir una entidad en crisis, y la cobertura de las necesidades de financiación de la intervención con los solos recursos del Estado miembro de origen de la entidad.

### 4º La armonización de la regulación de la solvencia y supervisión prudencial

Unida a la cuestión anterior y desde un punto de vista regulatorio, se presenta la necesidad de eliminar las normas diversas, incluyendo las que tiene carácter de normas interpretativas, que cada una de las autoridades nacionales aplica a la supervisión prudencial. Debe avanzarse decididamente en la armonización de las normas prudenciales, eliminando, además, las diferencias entre las normas aplicables a los intermediarios en los distintos sectores —bancarios, de valores y de seguros— que no tengan la suficiente justificación en la naturaleza de los servicios y actividades prestados en cada uno de ellos.

En este apartado, no se plantea que exista uno o varios órganos de supervisión competentes, sino de que esos órganos apliquen un conjunto de normas que contenga las mismas reglas y requerimientos de



supervisión prudencial, para cada uno de los sectores, de modo que se elimine el arbitraje regulatorio entre los Estados de la Unión.

No debemos dejar de mencionar en este punto, la mejora que, desde el punto de vista de la supervisión de las entidades financieras, va a suponer el nuevo Acuerdo de Basilea, en particular en lo que se refiere a la aplicación general de nuevas metodologías para la medición, el control y la gestión de los riesgos de crédito y operacional, en búsqueda de un mejor reflejo de los riesgos realmente incurridos en cada caso.

#### **5° La armonización de las normas de conducta: las otras barreras**

La construcción del mercado único se enfrenta, junto a numerosas barreras, como las culturales o idiomáticas, a un obstáculo normativo de gran importancia práctica, como es la regulación estatal de la protección de los usuarios y la aplicación por cada uno de los Estados miembros de distintas normas de conducta, que no han sido armonizadas. La pretendida defensa del inversor nacional por la autoridad de su Estado, supone un verdadero reducto al tan mencionado ya arbitraje regulatorio.

En concreto, la divergencia normativa es notable en cuestiones como la distinción entre inversor profesional y particular, a los que se aplican regímenes distintos, la tipología de los inversores profesionales y la aplicación del concepto de contrapartida elegible. Igualmente, las regulaciones estatales establecen reglas diversas en lo que se refiere a la información que debe darse a los inversores, en cuanto a sus órdenes, la gestión de sus carteras, las tarifas aplicables y la formalización y contenido de los contratos con ellos. Por último, otra materia en la que hay una divergencia regulatoria notable es en la aplicación de las reglas de conducta, en aspectos tan relevantes como los conflictos de interés.

La nueva Directiva de Servicios de Inversión aborda esas cuestiones tratando de establecer un régimen armonizado de protección a los inversores, reforzándola en diversos aspectos como es el del control de la actividad de asesoramiento, que deja de ser una mera actividad complementaria y se sujeta a autorización.

#### **6° El riesgo de la liquidez frente a la aparición de los nuevos mercados no regulados**

Entre las novedades más importantes de la reforma contenida en la propuesta de nueva Directiva de Servicios de Inversión, destaca el reconocimiento de la negociación generalizada de valores e instrumentos fuera de los mercados regulados. La nueva DSI prevé dos nuevos mecanismos de negociación, los sistemas multilaterales de negociación (MTF) y la internalización de órdenes por parte de los intermediarios. La internalización de órdenes consiste en la aplicación interna de órdenes de compra y venta por el intermediario, fuera del mercado en el que los valores están admitidos. Por la disminución de la liquidez y de la transparencia, esos sistemas pueden tener una incidencia negativa en los mecanismos de formación de precios de los mercados regulados, que son función esencial de los mercados de valores y que permiten justificar la admisión de estos sistemas.

Sin perjuicio del desarrollo que finalmente se de a esos sistemas, su admisión en la Directiva nos merece un juicio negativo, ya que nos parece que puede afectar negativamente a los intereses del pequeño inversor y suponer el debilitamiento de los mercados regulados. Las operaciones internalizadas y los sistemas multilaterales de negociación no deberán tener menores requisitos de transparencia y otros estándares de organización, solvencia y funcionamiento, que los mercados tradicionales.

Por ello, la admisión generalizada de la negociación fuera de los mercados regulados deberá regularse de modo que se evite la fragmentación del mercado y, consiguientemente, de la liquidez. La norma que finalmente se adopte deberá asegurar la competencia entre todos los mercados y sistemas de negociación, con los mismos requisitos y reglas análogas de protección de los inversores, información y transparencia (“leveled playing field”), y, además, deberá establecer medios eficaces de control de los conflictos de intereses que en esos ámbitos de negociación se presenten, aunque manifestamos nuestro escepticismo sobre las posibilidades reales de realizar una supervisión efectiva de tales prácticas.



## 7º La Liquidación y Compensación de valores

La liquidación de valores en la Unión está muy lejos del mercado único. Existen barreras muy importantes, desde cuestiones técnicas, como las diferencias entre plataformas tecnológicas, normas, procesos y calendarios de liquidación distintos, a barreras fiscales y legales, como el tratamiento diferenciado del régimen de propiedad y derechos reales de los valores.

No cabe la menor duda de que la compensación y liquidación eficaz de las operaciones de valores es decisiva para el funcionamiento eficiente de los mercados de valores y la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, la nueva Directiva de Servicio de Inversión se limita a formular el derecho a la libre elección y acceso de las Empresas de Servicios de Inversión y de los mercados regulados a los diversos sistemas compensación y la liquidación de la Unión, sin llegar a ningún otro avance. La importante cuestión que queda ahora pendiente es la de armonizar la autorización, la supervisión y el reconocimiento mutuo de las entidades dedicadas a actividades de compensación y liquidación.

En realidad, la experiencia nos demuestra que un mercado único, aun en el sentido visto más arriba, no podrá alcanzarse sin la paulatina integración de los sistemas de compensación y liquidación de los mercados, lo que resolvería, además, problemas de garantías y de estabilidad del mercado en su conjunto. Por eso, consideramos que el horizonte futuro al que deberíamos tender está en la organización de un sistema de liquidación y compensación que integrara los sistemas de todos los mercados de los países de la Unión, a imagen y semejanza del buen funcionamiento de Iberclear, sistema que, en España, ha integrado la negociación de todos los valores y plazas bursátiles, de renta fija y deuda.

## 8º El Código Europeo Único de Buen Gobierno Societario o armonización de Códigos Nacionales

A pesar de las diversas iniciativas planteadas y, en particular, el Plan de modernización del Derecho de sociedades y Gobierno corporativo, que contiene un

amplio conjunto de medidas inspiradas en el informe del Grupo Winter, lo cierto es que no hay razones para ser optimista en lo que se refiere a la armonización del derecho de sociedades. La diferente tradición jurídica de los diversos Estados de la Unión hace difícil el avance en una materia en la que, además, se ha desechado la sugerencia del Informe Lamfalussy de recurrir a las llamadas “normas de segundo nivel”.

El mencionado Plan, con los objetivos de fortalecer los derechos de los accionistas, la protección de terceros y la eficacia y competitividad de las empresas, afronta la mejora de la información sobre gobierno societario, en especial sobre el informe anual, los derechos de los accionistas, la modernización del Consejo de Administración, en particular, en lo que se refiere a los consejeros no ejecutivos y las remuneraciones de los consejeros, y la coordinación de los esfuerzos de los Estados en materia de gobierno corporativo. Este Plan pretende lograr la coordinación de los Códigos de buen gobierno de los distintos países, manteniendo un enfoque común en ciertas reglas esenciales, recomienda la aprobación prioritaria de una Directiva específica sobre la materia y prevé la creación del Foro Europeo de Gobierno Corporativo.

Consideramos que un Código Europeo Único de Buen Gobierno corporativo sólo podrá alcanzarse si en ese Código se establecen los grandes principios y directrices que los Estados no tengan problema en aceptar. No obstante, la progresiva fijación de reglas comunes que superen la mera formulación de grandes principios, nos parece muy necesaria para el establecimiento de un marco análogo de actuación para todas las grandes compañías emisoras de valores que no se limitan a obtener financiación en su mercado nacional sino que, por necesidades de volumen y capitalización, deben apelar a los mercados internacionales.

Por último debe reseñarse la importancia singular que tiene para los emisores la aprobación de la Directiva de Folletos, que tendrá un notable impacto en el régimen de las ofertas públicas de venta y emisiones de valores, en cuanto que simplifica los trámites administrativos, procedimientos y calendarios de las operaciones, al no ser preciso más que un único folleto para toda la Unión. Igual



juicio muy favorable merece la aplicación de las normas internacionales de contabilidad recogidas en el correspondiente Reglamento.

### **9º El Derecho de Sociedades Europeo Único: la controvertida Directiva de OPAS**

Tras un tortuoso proceso de gestación cuyos inicios se remontan a 1985, la Propuesta de Directiva que se sometió a la votación del Parlamento Europeo el 16 de Diciembre de 2003 y que resultó aprobada en primera lectura, con ciertas modificaciones, es un texto de compromiso con unos objetivos mucho menos ambiciosos que los previstos en la redacción original de la Propuesta de Directiva.

De prosperar la actual redacción de la Propuesta de Directiva, los Estados miembros tendrán la opción de trasponer a sus ordenamientos, o inaplicar, las reglas de la pasividad y de la neutralización. Estas dos reglas han sido las más polémicas, por lo que parece que la Propuesta de Directiva se ha desbloqueado políticamente en las últimas fechas, pero a costa de una considerable renuncia a sus pretensiones armonizadoras iniciales, por lo que el resultado final es algo decepcionante.

### **10º La independencia de los Analistas Financieros**

Desde el punto de vista de la Fundación de Estudios Financieros, resulta muy conveniente referirse en estas conclusiones a la actividad de los analistas financieros. Como ha quedado señalado en los capítulos correspondientes de esta obra, el mercado de analistas financieros no está, por el momento, integrado al no considerarse la actividad de análisis financiero sino una actividad accesorio. En concreto, será la nueva Directiva de Servicios de Inversión la que, entre otras novedades, considere el análisis como servicio financiero, si bien que, como una actividad accesorio, no sujeto a autorización, salvo que se preste junto a otros servicios de inversión, como el de asesoramiento financiero, que si queda sujeto a autorización administrativa y supervisión.

Es necesario abordar una regulación europea de los analistas que garantice su independencia y mejore

los sistemas de control de sus conflictos de interés, con el fin de que se supere la diversidad normativa que hoy existe en cada mercado. Esa regulación, que en parte se esta conteniendo en las normas de desarrollo de la Directiva de Abuso de Mercado, deberá fijar las nuevas reglas de control y de información pública de los conflictos de interés de los analistas, en particular los que existen con los bancos de inversión a los que prestan sus servicios.

No obstante, la regulación comunitaria no debería quedarse en la regulación de los conflictos de interés y la independencia de los analistas sino que, en nuestra opinión, debería llegar al reconocimiento del pasaporte europeo de los analistas y su correspondiente registro voluntario.

### **11º Impulso a la armonización fiscal de los productos financieros**

Como ya se ha indicado, “ni los gobiernos nacionales ni el público en general están ansiosos de ver sus impuestos «fijados por Bruselas».

Por ello, como hemos visto el Plan de Acción de Servicios Financieros limita a proponer la adopción de una Directiva sobre la imposición del ahorro y la aplicación del código de conducta sobre la fiscalidad de las empresas, aparte de otras dos iniciativas menores.

Las graves ineficiencias que origina la descoordinación de las normas fiscales nacionales, que crean fronteras artificiales, afectan negativamente a la competitividad del mercado, otorgan un tratamiento fiscal discriminatorio sobre valores e instrumentos financieros, o establecen una competencia fiscal dañina, favoreciendo el fraude y la evasión fiscal.

La mera aprobación de la Directiva sobre la fiscalidad del ahorro, con las limitaciones señaladas, la aplicación general y rigurosa del principio de subsidiaridad, y la rigidez de la adopción por unanimidad de las decisiones en materia fiscal, han paralizado el proceso armonizador, lo que opera como una importante barrera al mercado de servicios financieros.

Es claro, a la vista de los escasos logros obtenidos, que la cuestión fiscal constituye hoy uno de los



grandes obstáculos al mercado interior y su superación futura requerirá de un nuevo y decisivo impulso de los Gobiernos de los Estados de la Unión y de los órganos comunitarios.

### **12° Un nuevo modelo de ahorro a largo plazo para Europa mediante la modernización del sistema de pensiones**

El creciente número de pensionistas y el aumento de las prestaciones sociales suponen un peligro real para el mantenimiento del actual sistema de pensiones, especialmente en países como Alemania, España, Francia e Italia, en los que el envejecimiento de la población es acelerado. El Banco Central Europeo ha señalado la necesidad de acometer reformas integrales de los sistemas de pensiones, de modo que ofrezcan capitales estables a largo plazo que sean canalizados hacia las inversiones más productivas. En esa reforma necesaria no deberían olvidarse las dimensiones de política económica y monetaria, redistribución de la riqueza y de democratización del poder económico que pueden derivarse de ella.

Europa necesita un nuevo modelo de ahorro, ya que no es posible un desarrollo sostenido sin la garantía de la inversión a largo plazo con capitales estables en el tiempo, derivados del ahorro de los ciudadanos a través de un sistema de pensiones mixto en el que la capitalización vaya adquiriendo cada vez más peso frente al reparto. Con ello, no pretendemos la supresión del sistema público de reparto y su sustitución por un modelo privado de capitalización, sino la compatibilidad de ambos sistemas, favoreciendo incluso el desarrollo de un modelo público de pensiones basado parcialmente en la capitalización.

Los capitales procedentes de los fondos de pensiones de capitalización, ya sean éstos privados o públicos, se invierten establemente, con un horizonte temporal más largo frente a la dimensión propia de la inversión de más corto plazo de los fondos de inversión, con el consiguiente beneficio para la estabilidad de los mercados de valores y de la política monetaria.

Una razón para defender la capitalización gradual de las pensiones es la mayor democratización del

poder económico que implican. La aparición de esos nuevos jugadores en el mercado sería deseable ya que serían los representantes de los fondos de pensiones de los trabajadores los que podrían ejercer un interesante contrapeso en el control de las grandes corporaciones y empresas mediante su participación en los Consejos de Administración, complementando el poder de los grandes grupos financieros. Esas representaciones de los fondos deberían contar con la representación democrática de todos los grupos de trabajadores, lo que facilitaría además la colaboración e implicación de éstos en la gestión y en el éxito de esas compañías.

Las crisis bursátiles pueden, lógicamente, afectar a los resultados de los sistemas privados o públicos de capitalización de pensiones, como señalan los detractores de ese modelo, pero lo cierto es que la inversión de estos fondos tiene siempre un horizonte temporal largo y, en él, la experiencia histórica muestra que la renta variable se comporta relativamente mejor que otras inversiones y que, además, pudiendo combinarse con la inversión inmobiliaria y el “private equity”, ofrece un conjunto de rentabilidad y limitación del riesgo muy aceptable desde la perspectiva de la inversión de esos fondos.

Por ello la cuestión de la reforma de las pensiones no puede limitarse al simple enunciado ideológico de las diferentes posturas tradicionales, en el que además, no se ofrece información al ciudadano, que en nuestro país tiene un llamativo desconocimiento de la cuestión. Para enfrentarnos a una reforma del sistema, debemos superar el debate político convencional y electoralmente oportunista y centrarnos en el examen de los elementos técnicos, actuariales, económicos, monetarios y sociales que concurren y en la adopción de las decisiones necesarias basadas en tales elementos.

### **13° La problemática de la transposición de las Directivas por los Estados miembros**

Como es evidente, por satisfactorias que fueran las realizaciones logradas en el Plan de Acción de Servicios Financieros, la legislación comunitaria por sí sola no determinará la construcción de ese mercado



único. Nos encontramos en un proceso en curso en el que la aprobación de las medidas legislativas previstas deberá ser acompañada de la adecuada transposición, con la correcta interpretación y aplicación, de las normas establecidas en las Directivas, y, además, de las medidas oportunas para asegurar la difusión y la eficacia en cada mercado de tales normas. La cuestión se complica aún más si la ponemos en relación con la próxima ampliación de la Unión.

La Comisión ha emprendido una serie de iniciativas que se concretan en su Comunicación de 11 de Diciembre de 2002, sobre la mejor aplicación y cumplimiento del Derecho Comunitario, que recoge un conjunto de medidas preventivas para la correcta transposición del Derecho comunitario. Tanto esta Comunicación como la Estrategia de Mercado Interior (2003-2006) aprobada recientemente, tratan de resolver el problema de la adecuada e imparcial transposición de las Directivas, de modo que los Estados miembros países no trasladen a su Derecho interno las posiciones particulares que no consiguieron imponer en la negociación de las normas comunitarias, y que exista una aplicación uniforme y congruente de los principios y normas en todo el territorio de la Unión. En estas iniciativas la Comisión ha puesto de manifiesto su voluntad de garantizar la aplicación eficaz de las Directivas, con la misma energía que pone en la fase legislativa.

Es bien conocido que una diversa regulación, en particular en las materias referidas a la supervisión prudencial, constituye un claro supuesto de arbitraje regulatorio, en el que los Estados pueden tratar de atraer empresas, operaciones o actividades que, de otra forma, no obtendrían. Sin ser desdeñables los esfuerzos reseñados, todavía queda un largo camino que exige el control cercano de las normas legales y reglamentarias vigentes en cada Estado.

Por último, habría que salir al paso de la mala costumbre de los Estados de no trasponer adecuadamente a sus legislaciones nacionales las directivas comunitarias o de aplicarlas de forma más o menos arbitraria y con criterios diferentes sobre las mismas cuestiones, por los distintos supervisores nacionales.

#### **14º La evaluación del proceso de implantación del Plan de acción de Servicios Financieros mediante el establecimiento de los “indicadores financieros” para medir el grado de implementación por país**

En este momento, todavía queda una serie de medidas pendientes del Plan de Acción que habrá que negociar y adoptar. Además, los supervisores, los mercados y los intermediarios deberán conocer, difundir y aplicar los importantes cambios que la ejecución del Plan ha determinado en el régimen legal vigente.

Resulta imprescindible controlar objetiva y sistemáticamente el funcionamiento de los mercados financieros de la Unión. En Julio de 2000, el Consejo de Ministros ECOFIN pidió a la Comisión el desarrollo de los indicadores financieros que servirían para el control y conocimiento del funcionamiento de cada uno de los mercados. La aplicación de tales indicadores se convierte en una herramienta fundamental para fijar el enfoque, los objetivos y los efectos de la integración de los mercados. Esos indicadores, finalmente, darán la pauta, a la Comisión y a los Gobiernos Europeos, de las disfunciones existentes en los mercados y la urgencia respectiva y el orden de las acciones a emprender en el futuro. Asimismo pondrán en evidencia la actuación de los Estados que retrasen la implantación de la unificación financiera y se podrá actuar contra ellos para garantizar un correcto progreso del proceso de reformas.



Avenida de Brasil, 17 • 28020 MADRID

Tel.: 91 563 19 72

[fef@fef.es](mailto:fef@fef.es)