

LA REGULACIÓN DE VALORES EUROPEA DESPUÉS DEL PLAN DE ACCIÓN

M.^a Nieves García Santos

1. EL PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS

El Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) contiene una serie de propuestas de naturaleza regulatoria y legislativa que se han considerado prioritarias para lograr la integración de los mercados financieros en la Unión europea.

El objetivo de contar con un mercado financiero integrado se encontraba recogido en el Tratado de Roma de 1957 constitutivo de la Comunidad Económica Europea que, en su artículo 67, recogía el principio de la libertad de circulación de capitales. La idea de que la construcción de un mercado único abarcaba el ámbito financiero y los movimientos de capitales se ratificó en el Libro Blanco sobre la realización del mercado interior de 1984 y en el Acta Única europea de 1987 que, además, incluía una serie de medidas y un calendario para completar el mercado interior. Adicionalmente, el Tribunal de Justicia de la Comunidad Económica Europea reafirmó en 1988 la idea de que el mercado de capitales se regía por los mismos principios que existían para la circulación de mercancías.

Aunque durante los años siguientes se fueron aprobando diversas directivas comunitarias relativas a los sectores financieros (en especial al bancario, aunque también a los sectores de seguros y valores) y a las empresas, el ritmo de avance fue lento y muy desigual. En vísperas de la introducción del euro, el Consejo Europeo de Cardiff, en junio de 1998, volvió a resaltar la importancia de la constitución del mercado único financiero y emitió un mandato a la Comisión para establecer un marco para la acción. Este marco vio la luz en octubre de 1998 y en el mismo se señaló la necesidad de que los mercados financieros contasen con liquidez y profundidad suficientes para satisfacer las necesidades tanto de inversores como de emisores, que no existiesen (o se hubieran eliminado) barreras a los movimientos de capitales de forma

que el consumidor de servicios financieros viera mejorada su capacidad de elección y, finalmente, que se dispusiera de normas cautelares adecuadas para mantener la confianza de los consumidores. El marco de acción concluyó que el marco normativo sobre los mercados financieros ofrecía un nivel de protección adecuado, pero que las técnicas legislativas necesitaban ser más claras, flexibles y rápidas. También se señalaba que era importante la aplicación de las normas europeas en cada uno de los países miembros y la exigencia de su cumplimiento, para lo cual se valoraba positivamente el papel jugado por FESCO (1). Por último, en el Marco se invitaba a los ministerios de economía y finanzas de los países a participar en el creado Grupo de Política de Servicios Financieros, al que se pedía que estableciese prioridades y viese la forma en que podían ponerse en marcha esas iniciativas.

En el siguiente Consejo Europeo, celebrado en Viena en diciembre de 1998, se creó el Grupo de Política de Servicios Financieros (GPSF) para analizar la situación de los mercados en la Unión y ofrecer a la Comisión Europea recomendaciones de actuación. Ese grupo de trabajo reflejaba el nuevo punto de vista que tenía la Comisión Europea sobre los mercados financieros. La percepción de fenómenos como la globalización o los cambios estructurales de las empresas financieras hicieron evidente que el marco regulatorio necesitaba cubrir dos objetivos: asegurar la estabilidad financiera pero también mejorar la eficiencia del mercado, de forma que se redujera el coste de capital. El Grupo de Política de Servicios Financieros comenzó sus reuniones en 1999 y ha seguido en activo hasta 2002. En su tercera reunión, celebrada en marzo de 1999, se definieron los pasos necesarios para conseguir unos mercados financieros integrados y una estructura adecuada de supervisión de los sectores bancario, de seguros y de valores. Se identificaron una serie de actuaciones que, sin embargo, no suponían una actuación global, sino que eran más bien de naturaleza dispersa, como la

necesidad de regular las plataformas de negociación (2), homogeneizar a nivel europeo los folletos de emisión de valores o mejorar la coordinación de las estructuras de supervisión, para lo cual se propuso la creación de un comité de valores.

Con esos antecedentes del Marco para la Acción y del GPSF, la Comisión Europea publicó en mayo de 1999 el Plan de Acción de Servicios Financieros. En el mismo se definen unos objetivos políticos y una serie de medidas específicas para conseguir el potencial pleno del mercado único en los servicios financieros. Los objetivos políticos eran el logro de un mercado mayorista único, de unos mercados minoristas abiertos y seguros, y de unas normas prudenciales y de supervisión adecuadas.

1.1. Mercado mayorista único

Lograr un mercado mayorista único es un objetivo imprescindible ya que la negociación transfronteriza es una realidad y los mercados son cada vez más abiertos. Esta tendencia favorece la distribución del riesgo y permite incrementar la liquidez de los activos financieros. La regulación, por tanto, debe estimular esa tendencia mediante actuaciones que contribuyan a eliminar barreras a la toma de capital en todo el ámbito de la Unión, y estableciendo un marco legal común para mercados de valores y derivados. Como actuaciones necesarias se señalaban la aprobación de las directivas concernientes a folletos y a la información financiera de las empresas o la revisión de directivas sobre sociedades para avanzar hacia el logro de una homogenización de los estados financieros de las empresas cotizadas en la Unión. También dentro de este objetivo de conseguir un mercado mayorista único se encontraban algunas propuestas referentes al derecho societario, como la propuesta para elaborar un estatuto de la empresa europea, las propuestas de directivas sobre fusiones transfronterizas, sobre cambios de sede social, o la directiva sobre ofertas públicas de venta.

1.2. Mercados minoristas abiertos y seguros

El objetivo de que los mercados minoristas fueran abiertos y seguros es mejorar la elección de consumidores, para lo cual se veía necesario eliminar los obstáculos a la actividad transfronteriza. Respecto a este objetivo se establecían tres pasos: la promoción de la transparencia informativa y la

seguridad en la provisión transfronteriza de servicios financieros, la resolución rápida de disputas de consumidores y la aplicación de unas normas equilibradas de protección de los consumidores. En el ámbito de protección de los inversores minoristas se encuadraban propuestas de directivas sobre venta a distancia, directivas sobre intermediarios, sobre seguros, y una recomendación de la Comisión relativa a la diferenciación entre inversores minoristas e inversores sofisticados.

1.3. Normas prudenciales y de supervisión adecuadas

El tercer objetivo significa que las normas prudenciales deben dirigirse a la contención del riesgo institucional y sistémico, pero también deben tener en cuenta la realidad cambiante del mercado. En este aspecto se recomendaba que se acordasen unos estándares elevados de supervisión de los sectores de banca, valores y seguros, así como en la supervisión de conglomerados financieros. También se consideraba necesario la búsqueda de acuerdos entre los supervisores sectoriales de forma que mejorase la cooperación entre ellos.

El PASF (3) establecía unas prioridades entre las medidas planteadas. En la prioridad 1 se incluían las medidas esenciales para aprovechar las ventajas de la introducción del euro y garantizar la competitividad del sector. La Comisión Europea invitaba al Consejo y al Parlamento Europeo a aprobarlas en el plazo de dos años. Las medidas con prioridad 2 eran aquellas relacionadas con el funcionamiento correcto del mercado único de servicios financieros. Muchas de ellas suponían la modificación de legislación vigente o la adaptación de estructuras de mercado. Por último, la prioridad 3 se refería a medidas que contribuían a crear una política coherente en la transición al euro.

El PASF fijó el año 2005 como fecha para estar completo. Posteriormente se fijó otra fecha, el año 2003, para tener aprobadas las medidas relativas a los mercados de valores, manteniéndose el año 2005 para el resto de mercados y sectores financieros. El avance en la aprobación de medidas durante 1999 y 2000 fue muy lento. Esto llevó a plantear la necesidad de revisar el proceso regulatorio en la Unión Europea, para lo cual se encargó un estudio a un grupo de expertos. El informe que elaboraron se pasó a conocer por el nombre de la persona que lo dirigió, Alexander Lamfalussy.

2. LA PROPUESTA LAMFALUSSY

El grupo de expertos presentó (4) su informe en febrero de 2001 y fue adoptado por el Consejo Europeo de Estocolmo en marzo de 2003. Su principal diagnóstico señalaba que el grado de integración presentaba distintos grados de avance según los mercados, y que el proceso legislativo era lento e inadecuado.

La lentitud procedía del hecho de que las normas que elaboraba la Comisión Europea pretendían tener un contenido muy completo, estableciendo un marco armonizado más allá que el mínimo común denominador de la situación de partida en los diferentes países. Por otro lado, las normas se aprobaban por el procedimiento de co-decisión del Consejo y del Parlamento Europeo, lo que implica que ambas instituciones deben analizarlas y expresan observaciones y reservas que no tienen por qué ser coincidentes. El resultado era que las normas tardaban un tiempo excesivo en ser aprobadas. A ese período había que añadir el tiempo necesario para que las legislaciones nacionales las adoptaran.

Para aligerar el proceso legislativo, el Informe Lamfalussy propuso hacer las normas en dos niveles, siendo las de nivel uno normas de principio y las de nivel dos, de desarrollo más técnico. Asimismo, para su aprobación, las normas de nivel uno seguirían siendo sometidas al procedimiento tradicional de co-decisión, mientras que las de nivel dos se aprobarían por un Comité, que actuaría por delegación del Consejo (5). Además, el grupo Lamfalussy consideró que, aunque las normas de nivel uno continuaran siendo directivas, era adecuado que las normas de nivel dos fuesen reglamentos, cuya aplicación nacional es directa, sin necesidad de ser introducidos en la legislación doméstica.

Se propuso la creación de dos comités. El "Comité Europeo de Valores" (CEV), estaría formado por representantes de alto nivel de los ministerios de economía y finanzas, y su papel sería el de aprobar, por delegación del Consejo, las normas del nivel dos. El segundo comité sería el "Comité europeo de reguladores" (CESR) y sus miembros serían representantes de las comisiones de valores, o autoridades supervisoras, de los países integrantes. El papel de este comité es técnico, y por lo tanto, de asesoramiento al Comité de Valores y a la Comisión Europea en la elaboración de propuestas de normas, especialmente de nivel dos.

El informe Lamfalussy, además de ordenar el proceso legislativo en esos dos niveles, señaló que el proceso regulatorio debería completarse con actuaciones en otros niveles, tres y cuatro. El nivel tres se refiere al proceso de implementación de las normas europeas en el ámbito nacional y el nivel cuatro hace referencia a la exigencia de cumplimiento de las normas por parte del sector. Por lo tanto, el esquema propuesto por el grupo de trabajo dirigido por Lamfalussy implica dos niveles de legislación, y dos niveles de aplicación de la misma.

El proceso legislativo, en el caso de la legislación de nivel uno, se inicia cuando la Comisión elabora una propuesta de directiva, o de reglamento, que envía al Consejo y al Parlamento Europeo para su examen y aprobación en su caso. Este proceso se suele hacer en dos lecturas, si se introducen modificaciones por alguno de los dos co-legisladores. Se considera un procedimiento rápido si se aprueban las normas por ambas instituciones tras sólo una lectura.

Para las normas de nivel dos, en primer lugar tiene que haber un mandato del Consejo para que las mismas puedan desarrollarse mediante delegación en el CEV. La Comisión Europea es la encargada de preparar la propuesta que eleva al CEV. Previamente, la Comisión puede pedir asesoramiento técnico al CESR para su elaboración. Hay que resaltar que en el informe Lamfalussy se enfatizaba también la importancia de realizar consultas públicas sobre las propuestas legislativas en todos los momentos del proceso. Así la Comisión Europea debe realizar consultas antes de elaborar el proyecto de norma y también CESR debe pedir opinión al sector. Con el asesoramiento técnico de CESR y con el resultado de las consultas públicas, la Comisión presenta la propuesta al CEV, que debe votarla en un plazo máximo de tres meses. Este voto da vía libre a la Comisión para adoptar las medidas. En todo momento, la Comisión debe mantener informado al Parlamento. Hay que señalar que las medidas de nivel dos tienen un carácter fundamentalmente técnico, y que son desarrollos de medidas de nivel uno, sobre las que ha habido acuerdo. Esto justifica la delegación del poder de voto al CEV y la no necesidad de someterlas a votación del Parlamento.

Aparte de su influencia en el asesoramiento técnico a la Comisión, CESR tiene asignado el papel de promover la aplicación de las normas europeas en todos los países (nivel tres). Esto se debe-

ría llevar a cabo mediante la elaboración de guías de actuación, recomendaciones, elaboración de estándares. Esta misión todavía no se ha realizado de forma sistemática por CESR. No obstante, CESR es un foro de reunión de todos los supervisores de valores europeos, lo que le permite valorar las situaciones de partida existentes en cada país, y puede convertirse en una institución de influencia sobre las prácticas de aplicación de regulación. El último nivel del proceso regulatorio, la exigencia del cumplimiento de las normas, está asignado a la Comisión Europea, que tendrá que decidir cómo se va a llevar a cabo el examen del cumplimiento y las aplicación de medidas sancionadoras en caso de que no sea correcto. En el anexo 2 se encuentra un esquema de los cuatro niveles del proceso Lamfalussy.

Cuando se adoptó el informe Lamfalussy por el Consejo Europeo en marzo de 2001 no existía mucho optimismo porque su aplicación fuera a desembocar en una mayor rapidez en el proceso legislativo, dado que parecía complejo el tema de discernir entre legislación de nivel uno y del nivel dos. Por una parte, se plantearon ciertas dudas sobre la capacidad de la Comisión de adoptar medidas de nivel dos. Para mejorar las dudas respecto a la delegación de poderes a la Comisión se recomendó a ésta no avanzar en temas donde se supiera que el Consejo no hubiera llegado a un cierto acuerdo.

También el Parlamento Europeo tenía dificultades en aceptar un menor papel en las normas de rango dos. El Parlamento demandaba iguales poderes que el Consejo y también tenía reservas sobre la transparencia del proceso y sobre los procesos de consulta pública. En este caso, se aceptó limitar la delegación de poderes a la Comisión Europea para desarrollar medidas de nivel dos a cuatro años desde la adopción de cada directiva de nivel uno. También se estableció que el Parlamento tendría tres meses para examinar los borradores de las directivas de la Comisión. Con estas condiciones, además de con la garantía de que el proceso debía ser transparente y realizar consultas al sector, el Parlamento Europeo aceptó el esquema de Lamfalussy en febrero de 2002.

Durante el año 2001, mientras el Parlamento presentaba sus preocupaciones, las perspectivas de que el esquema Lamfalussy funcionara eran inciertas. Parecía que el papel del CEV en el nivel dos no iba a facilitar las cosas, ya que implicaba una intervención de los poderes políticos que podía

seguir dificultando el acuerdo de normas comunes. Además, precisamente para evitar las reticencias del proceso, sólo se siguieron aprobando medidas de nivel uno. Y por último, las directivas que se planteaban seguían siendo muy detalladas en lugar de ser simplemente de principios, dejando los detalles para el segundo nivel. Sin embargo, desde la aprobación por el Parlamento, la situación fue cambiando, y se agilizó y aceleró el proceso de desarrollo de las medidas incluidas en el PASF. Se podría decir que el informe Lamfalussy generó un cambio de actitud en las instituciones europeas, de forma que se logró una mayor cooperación y entendimiento entre los miembros del Consejo; por su parte, el examen de las propuestas por el Parlamento se hace de forma más ágil. También hay que señalar que ha aumentado significativamente la transparencia del proceso legislativo: a partir de entonces se publican, como poco, los borradores de las normas y los resúmenes de las consultas públicas.

3. REVISIÓN DE LA SITUACIÓN DE LA REGULACIÓN EUROPEA

El PASF fue revisado por primera vez tras el Informe Lamfalussy en febrero de 2002 (6). En esa revisión participaron no sólo la Comisión y el Parlamento Europeo, sino también los gobiernos nacionales y representantes del sector. Desde la aprobación del plan en 1999 se habían producido hechos como la crisis de ENRON, los atentados del 11 de septiembre y la introducción del euro. Por distintos motivos, esos acontecimientos aconsejaban una aceleración en la adopción de legislación europea. Se valoraron positivamente los avances en algunas materias como en la regulación de pagos transfronterizos o la persecución del fraude monetario, así como en la voluntad manifestada por las instituciones europeas de llevar a cabo las propuestas Lamfalussy. Esto se plasmaba en la mayor celeridad en la aprobación de las propuestas en primera lectura por el Parlamento Europeo, o en segundas lecturas rápidas. También se había institucionalizado el proceso de consultas continuas al sector.

El décimo informe de progreso del PASF publicado en junio de 2004 señala que de las 42 medidas, 39 ya se han aprobado. Las directivas que faltan por aprobar son las relativas al capital de bancos y empresas de servicios de inversión, al traslado internacional de sede social y a las fusiones empresariales transfronterizas (cuadro 1).

CUADRO 1
ULTIMAS DIRECTIVAS APROBADAS

	APROBACIÓN	TRANSPOSICIÓN
Folleto.....	4/11/2003	30/6/2005
Transparencia (acuerdo político)....	11/5/2004	otoño 2006
Abuso de mercado	28/1/2003	12/10/2004
Instrumentos financieros.....	21/4/2004	mayo 2006
OPA	21/4/2004	verano 2006
Venta distancia	23/9/2002	9/10/2004
Conglomerados.....	16/12/2002	11/8/2004
Imposicion s/renta intereses	3/6/2003	1/1/2005
Regulacion s/ aplicación NIC.....	19/7/2002	desde 2005

A continuación se resume lo que se está haciendo en relación con cada uno de los objetivos, así como cuales son las nuevas iniciativas que se han incorporado a los mismos.

3.1. Mercado mayorista único

Dentro de este objetivo se enmarcan dos de las directivas que aún están pendientes. La propuesta de directiva sobre fusiones transfronterizas, presentada en noviembre de 2003, se encuentra actualmente en fase de discusión en el Parlamento. Respecto a la directiva sobre traslado internacional de sede social, se espera que haya una nueva propuesta para otoño de 2004. Dos iniciativas relativas a este objetivo merece la pena señalarse. Por un lado, se encuentra el seguimiento que se está realizando a la comunicación sobre derecho de sociedades y gobierno corporativo, de mayo de 2003, que respondía a las preocupaciones establecidas en el informe Winter (7). La comunicación incluía un Plan de Acción sobre derecho de sociedades que fue adoptado por el Consejo y por el Parlamento en abril de 2004 y que se espera que se concrete en propuestas en la segunda parte de 2004. Dentro de este objetivo también se encuentra una nueva propuesta (no incluida en el PASF) de una directiva relativa a la auditoría estatutaria, que también debería ser concretada en el otoño de 2004.

3.2. Mercados minoristas abiertos y seguros

Hay dos temas en los que se está trabajando. Por un lado, en noviembre de 2003 la Comisión Europea publicó una comunicación sobre el marco legal para pagos en el mercado interno, que se

espera que se transforme en una propuesta concreta a finales de año. Por otro lado, se está realizando un seguimiento del servicio FIN-NET (8), con vistas a ampliar su cobertura geográfica y sectorial. Por último, dentro de este objetivo se ha destacado una nueva iniciativa relativa a los sistemas de garantía en el sector seguros.

3.3. Normas prudenciales y de supervisión adecuadas

Un tema de gran importancia es la directiva sobre el capital de bancos, valores y seguros. Tras la revisión del Acuerdo de Basilea II en junio de 2004 (9), la Comisión formulará la directiva correspondiente en la segunda parte del año. En este apartado se han incluido tres nuevas iniciativas, que deben concretarse entre 2004 y 2005, como son una tercera directiva sobre blanqueo de dinero, una directiva sobre supervisión del reaseguro y la revisión del sistema de solvencia de los seguros.

Es difícil evaluar en la actualidad cuál ha sido el efecto del Plan de Acción. El Plan está casi completado (10) pero su influencia sobre los mercados aún necesitará tiempo. La aprobación del conjunto de medidas incluidas en el Plan ha coincidido en el tiempo con una mayor integración de los mercados de valores a escala europea, ya que es evidente que los mercados se organizan en base transfronteriza y las empresas buscan financiación a nivel europeo. No obstante, la coincidencia no significa causalidad. Podría considerarse que la regulación ha conseguido situarse en línea con la realidad de los mercados, cuya evolución y desarrollo obedece a razones de índole coyuntural y de tendencia estructural.

4. DESPUÉS DEL PASF

Aunque se haya completado el PASF de 1999, existen aún cuestiones abiertas. En primer lugar, hay que tener en cuenta que las directivas ya aprobadas se deben aplicar a los nuevos diez miembros de la Unión Europea y se debe recordar que aún existen directivas por aprobar, del Plan original y añadidas posteriormente. Por otra parte, también hay que contar con que la regulación demanda una atención continuada. Esto implica que se deberán analizar las debilidades y fortalezas del actual marco legislativo y pensar en las actualizaciones o correcciones necesarias. Para ello, la Comisión Europea estableció en octubre de 2003

cuatro grupos de expertos (de banca, valores, seguros y gestión de activos) con el fin de analizar el estado de la integración de los mercados y de la legislación y regulación. Estos grupos presentaron sus informes en mayo de 2004 y, tras el cierre del período de consulta pública, presentarán sus propuestas a la Comisión Europea a finales de 2004.

Con independencia del proceso de revisión, se han considerado tres nuevas iniciativas: las actuaciones en materia de sociedades, de auditoría y de compensación y liquidación. Ya se ha mencionado que el Informe Winter fue adoptado por el Consejo Europeo de marzo de 2003. Como consecuencia, la Comisión emitió una comunicación al Consejo y al Parlamento, en la que se señalaba la necesidad de modernizar el derecho de sociedades, adaptándolo a las necesidades del mercado financiero integrado y a la evidencia de que cada vez es más importante la operativa transfronteriza de las sociedades. Los objetivos del Plan de Acción sobre Derecho de Sociedades (PADS) serían: (i) reforzar los derechos de los accionistas y la protección de las terceras partes y (ii) fomentar la eficiencia y competitividad de las empresas. Los temas incluidos en este PADS son, entre otros: gobierno corporativo, capital social, grupos y estructuras societarias piramidales y reestructuración corporativa y movilidad. Las primeras iniciativas sobre gobierno corporativo de este PADS se esperan en la segunda mitad de 2004, que incluirían una recomendación sobre remuneración de los consejeros, otra recomendación promoviendo el papel de los consejeros independientes, la confirmación de la responsabilidad colectiva de los consejeros sobre los estados financieros y la introducción de un informe anual de gobierno corporativo para las empresas cotizadas.

La segunda iniciativa se refiere a la auditoría estatutaria en la Unión Europea (11). Esta iniciativa responde a la necesidad de mejorar la defensa contra el fraude y las malas prácticas, cuestión especialmente importante a la vista de los recientes escándalos financieros. Dentro de este objetivo se han pensado incluir iniciativas, tales como el establecimiento de la responsabilidad del auditor sobre las cuentas consolidadas del grupo completo al que pertenece una empresa, el uso de estándares internacionales en auditorías estatutarias, la definición de criterios comunes para las autoridades supervisoras competentes y la cooperación entre autoridades supervisoras de países de la Unión y de terceros países.

La última iniciativa trata de temas de compensación y liquidación (C&L). En este campo se realizaron dos informes por un grupo de expertos liderado por Alberto Giovannini. El primero se publicó en noviembre de 2001 (12) y sirvió para señalar el problema que suponía la complejidad y la fragmentación en los procesos posteriores a la negociación. El segundo es de abril de 2003 (13) y ofrecía una estrategia para eliminar las barreras identificadas que dificultaban la integración de estos procesos. En base al primero de estos informes, la Comisión Europea ya emitió una comunicación en mayo de 2002. Recientemente ha hecho otra comunicación que contiene un proyecto de Plan de Acción dirigido a conseguir un marco equilibrado en el ámbito de C&L. El objetivo, como es de suponer, es conseguir que los procesos de C&L transfronterizos sean equiparables en eficiencia, seguridad y coste a los procesos nacionales. Los principios a aplicar a la compensación y liquidación transfronteriza serían: el derecho de acceso de todos los operadores de C&L a proporcionar servicios a todos los mercados; el derecho también de las empresas de servicios de inversión, bancos, mercados y depositarios centrales a elegir los servicios de C&L; el establecimiento de estándares sobre el gobierno de estos operadores (que incluya la obligación de transparencia respecto a los costes); y el reconocimiento mutuo de reglas nacionales que proporcionen una base para un marco regulatorio común.

5. EL TRABAJO DE LOS COMITÉS EN EL PROCESO LAMFALUSSY

Debido a la mejoría del funcionamiento regulatorio en el ámbito de valores lograda a lo largo de 2002, en diciembre de dicho año el Consejo amparó la idea de incluir el área de instituciones de inversión colectiva (UCITS) dentro del ámbito del CEV y de CESR (14). Esa idea se concretó en noviembre de 2003 cuando la Comisión Europea presentó una propuesta de "Decisión" extendiendo las competencias de ambos comités para cubrir el campo de las UCITS, que ha sido finalmente aprobada en enero de 2004. Esto implica que todas las normas de desarrollo de las directivas de UCITS se pueden elaborar mediante la delegación de competencias al CEV y con asesoramiento del CESR. Para que el proceso fuera completo se necesitaría que se pudiera aplicar a normas de derecho de sociedades que tuvieran que ver con el ámbito de los mercados de valores, cuestión que no parece estar en la agenda política europea por el momento.

Es destacable el trabajo realizado por CESR desde su implantación. Hay que recordar que las autoridades supervisoras de valores ya venían reuniéndose de forma regular en el grupo de FESCO, antecedente de CESR. Esto explica que el grado de comunicación entre los supervisores sea bastante elevado. Las autoridades supervisoras ya tenían experiencia en la formación de grupos de trabajo sobre diferentes cuestiones relacionadas con el funcionamiento y regulación de los mercados de valores. La actuación de los supervisores bajo CESR se ha formalizado, ya que responde a un triple objetivo, según el proceso Lamfalussy: mejorar la coordinación entre los supervisores de valores de forma que se desarrollen mecanismos efectivos para lograr una supervisión efectiva (15), actuar como grupo asesor de la Comisión Europea cuando prepara normas sobre mercados de valores y asegurar una aplicación de la legislación europea en los países miembros (16).

CESR tiene establecidos grupos de expertos según temas en estudio, que responden a mandatos realizados por la Comisión Europea para preparar normativa de nivel dos. Cada grupo establece un grupo consultivo de participantes en el sector, aunque adicionalmente se realizan consultas públicas generalizadas en diversas fases de las propuestas legislativas. En la actualidad hay grupos de expertos sobre: abuso de mercado, folletos, mercados en instrumentos financieros, UCITS, transparencia, ...

El grupo de trabajo sobre abuso de mercado ya ha completado su trabajo con la aprobación de las directivas de la Comisión Europea de nivel dos. El trabajo futuro se refiere a la transposición a la legislación nacional. También se han desarrollado medidas de nivel dos en el caso de la Directiva de Folletos. La Comisión Europea ha enviado mandatos a CESR para trabajar en el desarrollo de medidas técnicas en las Directivas de Mercados en Instrumentos Financieros y en la Directiva sobre Transparencia (ver cuadro 2).

También hay grupos de expertos sobre otros temas en los que no hay un mandato específico de la Comisión para elaborar legislación de nivel dos. En la actualidad hay un grupo de expertos sobre compensación y liquidación y otro sobre gestión de activos. El primer grupo es parte de un grupo conjunto en el que participan miembros de los bancos centrales, bajo el liderazgo del Banco Central Europeo; su propósito es elaborar unos estándares para los sistemas de compensación y liquida-

ción de valores, con la base de los trabajos realizados por IOSCO (17). El segundo está definiendo el trabajo y los temas que debe realizar CESR en relación con las UCITS.

Adicionalmente a los grupos de expertos que se puedan constituir en cada momento, CESR tiene dos grupos operativos permanentes: CESR-Pol y CESR-Fin. CESR-Pol tiene como objetivo facilitar el intercambio eficaz de información, en procesos de inspección e investigación de casos, para asegurar que ésta fluye entre países con la misma transparencia y rapidez que en el ámbito doméstico. Recientemente está realizando una base de lo que constituyen "prácticas aceptables de mercado", que se excluirían de la consideración de "prácticas abusivas". CESR-Fin trabaja en la implementación de los estándares internacionales de contabilidad en la UE, dado que el nuevo marco será obligatorio para las empresas cotizadas en mercados regulados de la UE a partir de 2005. También realiza un seguimiento de los estándares de auditoría.

CESR ha comenzado a trabajar en el nivel tres de Lamfalussy, referente a la implementación de medidas. En el caso de la Directiva de Folletos, CESR ya ha realizado consultas públicas sobre como llevar a cabo la aplicación de las disposiciones de la Directiva y del Reglamento, en especial sobre el contenido de determinados apartados de los folletos y también sobre las Recomendaciones que CESR ha elaborado sobre esos temas.

Para llevar a cabo las tareas del nivel tres, que implican la implementación de la legislación europea a nivel nacional, CESR estableció un Panel de Revisión en marzo de 2003. El Panel tiene encomendada la tarea de revisar el proceso de implementación que hagan los países miembros de la legislación comunitaria y de las recomendaciones de CESR. Tras la revisión, el Panel analiza los problemas que se pueda haber encontrado algún país proponiendo mecanismos de solución. En la actualidad el Panel está analizando la implementación de diversos estándares emitidos por CESR, sobre protección del inversor, sobre sistemas alternativos de negociación y sobre información financiera. Respecto a la legislación comunitaria, se está analizando el proceso de aplicación de la legislación de nivel uno y dos sobre abuso de mercado.

El buen papel jugado por CESR, y el proceso Lamfalussy, ha hecho que la Comisión Europea

CUADRO 2
ACTIVIDAD DE NIVEL DOS

	<i>FECHA DE APROBACIÓN</i>
Directiva sobre abuso de mercado:	
Reglamento (n.º 2273/2003) de la Comisión sobre abuso de mercado	23 dic. 2003
Directiva de la Comisión 2003/124 sobre abuso de mercado	24 dic. 2003
Directiva de la Comisión 2003/125 sobre la presentación adecuada de las recomendaciones de inversión y sobre la difusión de los conflictos de interés	24 dic. 2003
Directiva de la Comisión 2004/72 de implementación de la Directiva 2003/6 del Parlamento y del Consejo sobre prácticas de mercado aceptadas	30 abril 2004
Directiva de folletos:	
Reglamento (n.º 809/2004) de la Comisión de implementación de la Directiva 2003/71 del Parlamento y del Consejo sobre información contenida en los folletos	30 abril 2004
Directiva de mercados en instrumentos financieros:	
Mandatos de la Comisión a CESR sobre:	25 abril 2005
— Relación de instrumentos financieros (art. 4)	
— Definición de asesoramiento (art. 4.4)	
— Obligación de las empresas de actuar en beneficio del cliente (art. 19.1)	
— Tests de adecuación de los negocios (art. 19.4-6)	
— Publicación de órdenes limitadas (art. 22-2)	
— Contrapartes elegibles (art. 24)	
— Transparencia pre-negociación (art. 27)	
— Tamaño de mercado estándar y clases de acciones (art. 27.1y2)	
— Cotizaciones múltiples (art. 27.1 y3 y 22)	
— Publicación de cotizaciones (art. 27.3)	
— Rechazo, renovación y protección sobre ordenes múltiples (art. 27.3 y5)	
— Transacciones exceptuadas de la firmeza (art. 27.3)	
— Ordenes pequeñas (art. 27.3)	
Directiva de transparencia:	
Mandato de la Comisión a CESR sobre posibles desarrollos técnicos:	30 junio 2005
— Información sobre grandes participaciones	
— Difusión de información reglada por emisores (art. 17.1)	
— Informes financieros periódicos para el público (art. 4.5 y 5.5)	
— Procedimientos para elegir "estado de origen"	
— Papel del auditor en estados semestrales (art. 5.5)	
— Equivalencia con terceros países sobre gestoras de UCITS y empresas de inversión	

haya propuesto extender la estructura de los dos comités a los ámbitos de banca y de seguros. Así se ha propuesto la creación de un "Comité bancario europeo" (18) y un "Comité de seguros y de pensiones ocupacionales europeos", con un papel similar al del CEV, para ayudar a la Comisión a adoptar medidas técnicas. Los otros dos comités propuestos son el "Comité de supervisores bancarios europeos" y el "Comité de supervisores de seguros y pensiones ocupacionales europeos" que, como CESR, asesoran técnicamente. La creación de los cuatro comités precisa de una directiva nueva para que se incluya su referencia modificando las directivas existentes. Sobre esta directiva, el Consejo llegó a un acuerdo político en mayo de 2004 y se espera su adopción oficial a finales de año, con la consiguiente entrada en funcionamiento de dichos comités.

6. EXAMEN DEL PROCESO LAMFALUSSY

El proceso Lamfalussy ha sido analizado por el Grupo de Seguimiento Inter-institucional para valores que, hasta la fecha, ha publicado dos informes, el primero en mayo de 2003 y el segundo en diciembre de ese año. El Grupo de Seguimiento ha evaluado cómo se han ido desarrollando cada una de las cuatro etapas del esquema Lamfalussy, señalando los aspectos positivos y negativos de las mismas. También ha expresado algunas preocupaciones y ha hecho recomendaciones para corregir los aspectos menos satisfactorios.

La valoración general que se hace de la aplicación de todo el proceso es positiva. El diagnóstico que hace de las diferentes etapas del esquema Lamfalussy es el siguiente. En la etapa o nivel uno,

el avance ha sido muy significativo, ya que el PASF se ha casi completado. El principal problema ha sido de sobrecarga de trabajo pero, dado que se entiende que es de naturaleza transitoria, no se valora negativamente. La recomendación en este nivel es que se hagan normas de principios (frente al detalle actual) y que se insista en la posibilidad de aprobar las normas en vía rápida, con sólo una lectura por el Parlamento.

En relación con el segundo nivel, se destaca que ya se ha realizado un ciclo completo de aprobación de normas de segundo nivel, de desarrollo de la Directiva de Abuso de Mercado. En este nivel, el grupo insiste en que se intenten proponer reglamentos, en lugar de directivas. Además, se recomienda que el proceso sea claro. Por un lado, se pide que la Comisión sólo emita mandatos provisionales a CESR para su asesoramiento técnico en materias que se sepa que son aceptables tanto para el Consejo como para el Parlamento, por ejemplo tras su primera lectura. Por otro lado, se recomienda que el asesoramiento técnico sea preciso, evitando ambigüedades.

El tercer nivel se encuentra en un estado incipiente. CESR sólo ha comenzado a trabajar en la implementación de algunas directivas y recomendaciones. El Grupo de seguimiento recomienda que CESR se concentre en la coordinación de prácticas diarias de regulación y supervisión de forma pragmática. En cualquier caso, las recomendaciones que haga CESR en este ámbito no deben tener carácter legal, sino ser de voluntario cumplimiento. El Grupo también expresa su preocupación por el nivel cuatro, en el que hace falta que colaboren diversas instancias, autoridades nacionales, reguladores y el propio sector. No obstante, la aplicación de este nivel está aún lejana.

Las principales preocupaciones se refieren al detalle excesivo de las propuestas legislativas (tanto en el nivel uno como en el dos), a la complicación o falta de claridad del proceso de consulta, a la aplicación del proceso Lamfalussy en el marco de la Constitución Europea y a la implementación efectiva de la legislación por parte de los países (nivel tres).

Como se ha dicho anteriormente, la capacidad legislativa de la Comisión Europea en el nivel dos se apoya en el procedimiento de "comitología", que está recogido en el artículo 202 del Tratado de la Comunidad Europea. En la nueva Constitución Europea existen dos artículos a los que podría ac-

gerse esa posibilidad legislativa de medidas de nivel dos. El artículo I-35 trata de la regulación delegada. Según el mismo, la Comisión puede adoptar medidas delegadas. Los dos co-legisladores (Consejo y Parlamento), cuando otorguen poderes delegados a la Comisión, deben decidir si desean poder bloquear la adopción de una medida concreta adoptada por delegación regulatoria o si desean retirar la delegación de forma completa. El otro artículo al que podría vincularse la comitología es el I-36, referente a actos de implementación. Según el mismo, la Comisión puede actuar para asegurar la existencia de reglas uniformes en los países miembros, sin que se considere ningún papel explícito para el Consejo o el Parlamento, a menos que el Consejo sea el que tenga el mandato para los actos de implementación. En todo caso, no hay posibilidad de que el Parlamento pueda bloquear las medidas de la Comisión. La cuestión de a qué artículo se acoge la actuación delegada de la Comisión no es baladí, ya que el Parlamento ha expresado su disconformidad con la posibilidad de perder su capacidad de veto.

El Grupo de Seguimiento considera que las consultas públicas deben mejorarse y normalizarse. Así debería darse a CESR un período de doce meses para preparar el asesoramiento técnico, y este comité debe a su vez conceder un período de consulta al sector de tres meses al menos. Por otra parte, las consultas deben estar formuladas lo más claramente posible para que una ronda de las mismas sea suficiente para que el sector mande todos sus comentarios. Una última idea es que tanto la Comisión como CESR consulten al sector sobre la necesidad misma de elaborar una norma concreta y sobre su coste en relación con los beneficios.

Con independencia de este Grupo de Seguimiento Inter-institucional, también los Grupos de Expertos establecidos por la Comisión Europea en octubre de 2003 publicaron en mayo de 2004 su diagnóstico (19). El Grupo de Expertos en materia de valores ha valorado positivamente el esfuerzo realizado para completar la regulación contenida en el PASF que, evidentemente, es la base para conseguir el objetivo de tener unos mercados de valores eficientes, seguros e integrados, eliminando obstáculos para los emisores, aumentando las posibilidades de elección de los inversores y asegurando la estabilidad de los mercados. Dado que se cuenta con un marco bastante completo de regulación en el ámbito de valores, la actuación en el futuro debe dirigirse a mejorar la misma. Se debe analizar el efecto de las medidas, ver su coheren-

cia, asegurar que no existen solapamientos e identificar los *gaps* que puedan existir. La regulación de valores en el futuro debe responder a las siguientes características:

- El marco regulatorio debe ser equilibrado.
- La regulación debe basarse en principios.
- Las medidas propuestas deben apoyarse en evidencia de su necesidad.
- Debe considerarse la oportunidad de contar con medidas no legislativas.
- Debe fomentarse la innovación en los mercados de valores.
- Hay que potenciar la competitividad internacional de los mercados europeos.

El Grupo de Expertos también expresa su opinión sobre el funcionamiento del proceso Lamfalussy. El grupo pone el énfasis en la transparencia del proceso, en los procesos de consulta, en la implementación y exigencia (niveles 3 y 4) y en la necesidad de cooperación entre reguladores.

La transparencia es esencial para evitar errores en la implementación. La valoración de lo conseguido es positiva, porque CESR publica los resúmenes de las consultas realizadas acompañados en ocasiones por explicaciones de las razones por las que no ha seguido ciertas recomendaciones. También la Comisión Europea publica explicaciones de por qué las medidas que propone difieren del consejo técnico recibido de CESR. Por último, el CEV publica resúmenes de sus reuniones. La recomendación es que se extienda esta disciplina de la consulta pública a los reguladores nacionales, que podrían además publicar un resumen del resultado de las consultas. Este Grupo coincide con el Grupo de Seguimiento Inter-institucional en que se debe dar más tiempo tanto a CESR como a la industria para poder responder a las consultas.

Una idea que añade este grupo es que se publiquen las comparativas de las regulaciones nacionales previamente a cualquier propuesta de normas técnicas por parte de CESR, ya que esto ayudaría a identificar los puntos comunes y los puntos divergentes. También señala que se debe poner más cuidado en las traducciones, siendo recomendable su revisión por expertos.

Es evidente que, una vez que el proceso legislativo está organizado, el énfasis a partir de ahora debe ponerse en la implementación y en la exigencia de las normas. La implementación de cualquier norma suele implicar una combinación de norma y práctica; es decir, suele realizarse mediante su introducción en la legislación nacional y mediante la concesión de algunos poderes a los reguladores para ello. En este nivel tres casi todo está por hacer en el marco de la Unión Europea. Deben definirse los objetivos de la implementación, su forma de abordarse y las soluciones a los posibles problemas que se planteen para una aplicación homogénea. El Grupo de Expertos propugna que CESR juegue un papel importante en la emisión de guías y recomendaciones sobre como abordar la práctica diaria de la supervisión. Los supervisores deben mejorar la cooperación entre ellos y pueden hacerlo en distintos ámbitos: en temas de autorización de empresas financieras, en el diseño y aplicación de métodos de control y en la delimitación de sanciones.

También hay que hacer un esfuerzo en la exigencia del cumplimiento de las normas (nivel cuatro). En la actualidad no existen principios de exigencia conjunta, principalmente, por falta de impulso político y por falta de recursos a nivel comunitario. La idea (tantas veces repetida) de que hace falta establecer un foro de representantes del sector y de CESR, que sea fuerza de presión sobre los países incumplidores no es realista. Lo que sí cabe hacerse es definir mecanismos de alarma que permitan a la Comisión Europea poder realizar llamadas de atención sobre los incumplidores. Esto serviría para que el sector conociera la realidad de la aplicación de las normas en las diferentes jurisdicciones. La Comisión también debería buscar la cooperación de los países antes de plantear actuaciones sancionadoras.

7. CONCLUSIÓN

La valoración del proceso de regulación europea en el ámbito de valores es positiva. Pero esta afirmación tiene matices y debe tener cautelas. Como se ha venido expresando a lo largo de este breve artículo, es positivo el hecho de haberse cumplido prácticamente el calendario propuesto en el PASF en 1999. También es reseñable el esfuerzo realizado por todas las instituciones europeas para que el proceso de tramitación de normas propuesto por Lamfalussy haya funcionado.

Pero lo que hay que enfatizar es que el fin último al que responde la regulación es tener unos mercados financieros integrados en Europa, que funcionen de forma eficiente y que ofrezcan seguridad a los negocios y a los inversores (20). Esto implica, por un lado, que la regulación debe ser proporcionada y debe haber evidencia suficiente sobre su necesidad. A partir de ahora, una vez cubierta la legislación básica y una vez establecidos los procedimientos, debe establecerse el objetivo de que la regulación sea de calidad. Por lo tanto se debe revisar la regulación existente, analizando su efecto e identificando fallos o ausencias.

Por otro lado, es evidente que la integración de mercados no depende sólo de la regulación, las prácticas supervisoras son igualmente importantes. En este ámbito el proceso de convergencia no ha hecho más que empezar. CESR juega un papel, pero también es necesaria la intervención de la Comisión Europea y, finalmente, la aceptación de los países miembros. Es necesario que los países miembros acepten las recomendaciones emanadas de CESR en temas de detalle sobre aplicación de normas y sobre prácticas de supervisión. Finalmente, es importante que se establezcan mecanismos claros de identificación de prácticas supervisoras no adecuadas por los cuales la Comisión Europea podría avisar a los países incumplidores antes de tener que aplicar ninguna medida correctora.

Todo este proceso no es sencillo, especialmente teniendo en cuenta el principio de subsidiariedad de la normativa europea. Otra dificultad importante se encuentra en la ampliación de la Unión Europea. Que los nuevos diez países integrantes implementen la legislación europea no es fácil, pero menos aún lo es que armonicen sus prácticas supervisoras. Se puede considerar que, aunque se ha aprobado con nota la fase inicial de legislación y de establecimiento de un marco regulatorio, ahora comienza una nueva donde hace falta mayor impulso político y mayor capacidad de cooperación de los organismos supervisores nacionales.

NOTAS

(1) FESCO era la Federación Europea de Comisiones de Valores, órgano informal para la discusión de temas comunes y elaboración de recomendaciones y estándares de cumplimiento voluntario.

(2) Entonces estas plataformas se conocían por la expresión "alternative trading systems" (ATS); posteriormente se las aplicó el nombre de "multi-trading facilities" (MTF), según la Directiva de Mercados en Instrumentos Financieros. En termi-

nología española, el término según dicha directiva se ha traducido como SMN, o "sistemas múltiples de negociación", aunque en la Ley del Mercado de Valores se mencionan como "sistemas organizados de negociación" (SON).

(3) Adicionalmente a los tres objetivos señalados, el PASF recogía actuaciones que servían para el propósito general de fomento de la integración, como es el caso de la necesidad de eliminar los obstáculos fiscales. Se plantearon directivas sobre el tratamiento del ahorro transfronterizo, la fiscalidad de las pensiones o de los impuestos sobre productos financieros.

(4) "Informe final del grupo de expertos sobre la regulación de los mercados de valores europeos", febrero 2001.

(5) Aunque fue novedoso su aplicación a nivel europeo, este proceso se asemeja al doble nivel normativo que suelen tener muchos países donde existen leyes y reglamentos, y donde unas normas pueden ser aprobadas por los parlamentos y otras por el gobierno. Por otro lado, la utilización de comités para acelerar el proceso de elaboración de normas no era extraño en la Unión Europea. Según el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, la Comisión tiene capacidad de desarrollar legislación a nivel comunitario si ha recibido delegación del Consejo (artículo 202, antiguo artículo 145). De hecho cada acto legislativo especifica los poderes asignados a la Comisión y cómo ésta puede usarlos. Normalmente los actos legislativos también señalan si la Comisión puede ser asistida por un comité, que es el procedimiento conocido como "comitología".

(6) Esta revisión se hizo con motivo de haberse cumplido ya más de la mitad del plazo del Plan. Se llevó a cabo en la reunión de la Comisión Europea con otras instituciones europeas y con gobiernos y reguladores nacionales en la Biblioteca Solvay, en Bruselas, el 22 de febrero. Aunque fue la primera reunión tras la aprobación por el Parlamento del procedimiento Lamfalussy, no había sido la primera revisión del PASF. La Comisión Europea publicó su primer informe de progreso del PSAF en noviembre de 1999. Hasta la actualidad se han llevado a cabo diez informes de progreso, el último en junio de 2004. Estos informes se pueden consultar en la página de la Dirección General de Mercado Interno de la UE: europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/index.htm.

(7) Conocido por este nombre es el "Informe final del grupo de alto nivel de expertos en derecho de sociedades", dirigido por Jaap Winter. Este informe fue pedido por la Comisión Europea y se presentó en noviembre de 2002.

(8) FIN-NET fue establecido por la Comisión Europea en febrero de 2001. Es un servicio que atiende (de forma no vinculante jurídicamente) a los usuarios de servicios financieros para que puedan resolver sus litigios rápida y eficientemente, evitando las acciones legales. Esta red ayuda a los consumidores de servicios financieros, especialmente cuando el proveedor de los servicios tiene su sede en otro país distinto al del consumidor.

(9) Los gobernadores de los bancos centrales y los presidentes de las autoridades supervisoras bancarias del G10, aprobaron el 26 de junio el documento "Convergencia internacional de medición del capital y de estándares de capital: un marco revisado", que es el nuevo marco de adecuación de capital conocido como Basilea II.

(10) Respecto a los objetivos fiscales contenidos en el Plan, en 1999 se identificaron 66 medidas fiscales con efectos negativos sobre la actividad empresarial, sobre las que el ECOFIN de junio de 2003 acordó su eliminación gradual. También la Comisión Europea ha llevado a cabo una serie de iniciativas para lograr una imposición armónica sobre pensiones ocupacionales.

(11) Se espera que el Consejo y el Parlamento aprueben en 2004 la modernización de la 8.ª Directiva de derecho societario sobre auditoría estatutaria.

(12) Grupo Giovannini: "Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union", noviembre 2001.

(13) Grupo Giovannini: "Second Report on EU cross-border clearing and settlement arrangements", abril 2003.

(14) Previamente existía un Grupo de Contacto sobre UCITS, establecido por la Comisión Europea según el artículo 53 de la Directiva 85/611 de Units. Las competencias de este comité se trasladan a CESR.

(15) A ello ha contribuido positivamente la firma de un Memorando Multilateral de Entendimiento (MOU) que facilita la cooperación e intercambio de información.

(16) A este fin responden dos grupos operativos permanentes creados dentro de CESR: CESR-Pol y CESR-Fin.

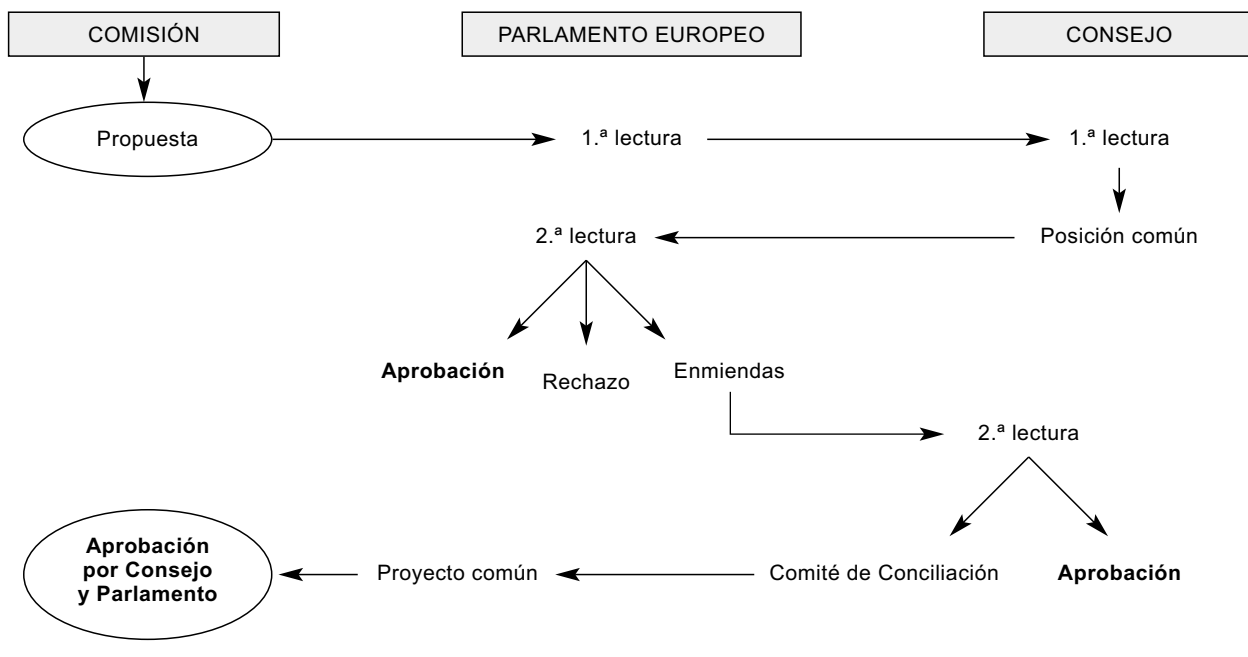
(17) Organización Internacional de Comisiones de Valores.

(18) Este comité sustituye al anterior "Comité consultivo bancario", que se había creado por la Directiva 200/12/CE de marzo de 2000, para asesorar a la Comisión Europea sobre el desarrollo de la legislación bancaria.

(19) Existe similitud en las conclusiones de estos grupos de expertos y la evaluación llevada a cabo por el Comité de Servicios Financieros de representantes de los estados miembros que fue presentado en el ECOFIN de principios de junio de 2004.

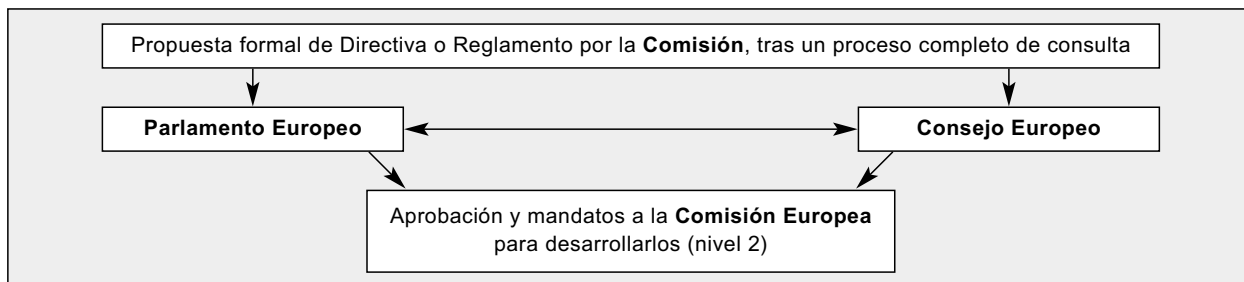
(20) Además de los informes de los expertos sobre legislación y proceso regulatorio, la Comisión cuenta con el informe "Monitor de la integración financiera" (MIF), que analiza el estado de la integración en todas las áreas financieras en Europa. Mide también los efectos en términos de competitividad, eficiencia y estabilidad. Ha sido publicado por la Comisión en abril de 2004.

ANEXO 1
EL PROCESO DE CO-DECISIÓN

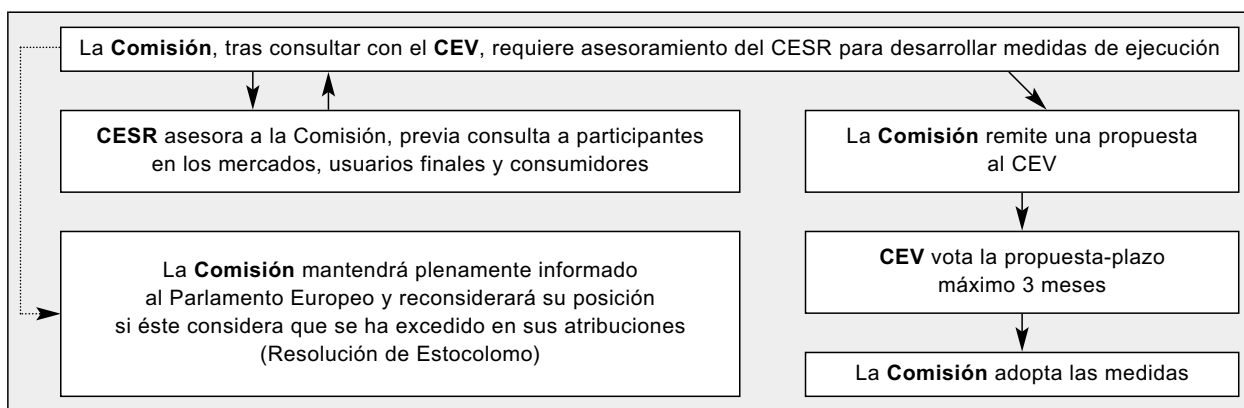


ANEXO 2
EL ESQUEMA LAMFALUSSY

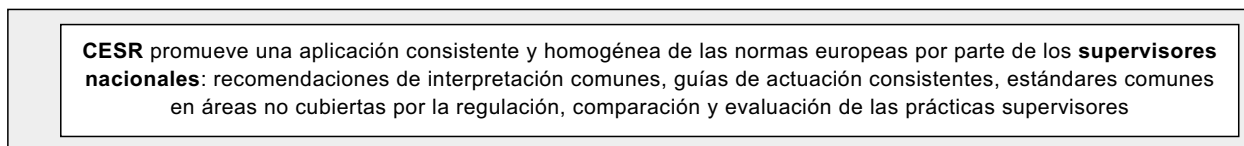
Nivel 1:



Nivel 2:



Nivel 3:



Nivel 4:

