

Resumen

En este artículo, el autor, uno de los seis expertos del Comité de Wise Men que ha elaborado el Informe sobre la Regulación de los Mercados de Valores Europeos, describe y justifica sus recomendaciones más sustantivas.

Palabras clave: mercado de valores, Unión Europea.

Abstract

In this article, the author, one of the six experts of the Committee of Wise Men that has compiled the report on Regulation of the European Stock Markets, describes and justifies its more substantial recommendations.

Key words: stock market, European Union.

JEL classification: F30, G10, G18.

LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES EUROPEOS

Luis Ángel ROJO DUQUE

Universidad Complutense de Madrid

I. INTRODUCCIÓN

LOS economistas han mantenido opiniones diversas, a lo largo del tiempo, sobre la importancia del sistema financiero en el crecimiento económico: para unos, el desarrollo financiero desempeña un papel muy destacado y activo en el proceso de crecimiento; para otros, por el contrario, se limita a responder pasivamente a las demandas de la actividad económica; otros señalan, en fin, que si bien el progreso financiero es un elemento importante en el desarrollo económico, resulta difícil precisar cuál es el sentido dominante en las líneas de causación que relacionan ambos procesos.

En los últimos años han abundado, sin embargo, los trabajos teóricos dedicados a estudiar los cauces por los que el progreso de instrumentos, mercados e instituciones financieras puede afectar positivamente al crecimiento. Son trabajos que subrayan que la mayor disponibilidad y calidad de los servicios financieros, al reducir los costes de transacciones y de información, favorecen la movilidad del ahorro y mejoran su asignación; facilitan que la financiación fluya hacia proyectos de capital más arriesgados y rentables y a inversiones innovadoras; hacen posibles dimensiones adecuadas y una mayor especialización en las empresas; y que, por estas vías, ejercen efectos positivos sobre la acumulación de capital y el ritmo de avance de la productividad de los factores y, por tanto, sobre el crecimiento de las economías (1).

Además, trabajos empíricos recientes han venido a confirmar las

predicciones derivadas de esos estudios teóricos, es decir, han corroborado que el desarrollo y el mejor funcionamiento de los sistemas financieros aparecen, en efecto, positiva y significativamente correlacionados con las tasas actuales y futuras del crecimiento económico, con la acumulación de capital y, sobre todo, con el avance de la productividad. Estos resultados son válidos para el desarrollo tanto de los intermediarios bancarios como de los mercados de valores (2).

Peor se conocen las implicaciones económicas relativas de las estructuras financieras que tanto pueden variar en el tiempo y de un sistema a otro, incluso entre países en estadios similares de desarrollo. No sabemos bien qué estructuras financieras son preferibles para la reducción de los costes de transacciones y de información, ni cuáles favorecen más la mejora en la calidad de los servicios financieros de la que dependen decisivamente los efectos positivos del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico.

Sí parece difícil sostener, hoy, las ideas clásicas que, enfrentadas al contraste entre estructuras financieras dominadas por los bancos y estructuras con una mayor importancia de los mercados de valores, se inclinaban a favor de las primeras como más positivas para el desarrollo económico. El ejemplo más destacado de dicho contraste es el expresado por las diferencias entre el sistema de Estados Unidos y el sistema de Europa continental. En Estados Unidos, los activos bancarios representan el 65 por 100 del PIB, mientras que exceden del 215 por

100 de la correspondiente magnitud en el conjunto del área del euro; del total de deudas de las entidades no financieras, un 33 por 100 lo son con los bancos en Estados Unidos, en tanto que ese porcentaje se acerca al 80 por 100 en la mayoría de los países europeos continentales. Por su parte, el volumen de bonos vivos y la capitalización bursátil alcanzan, respectivamente, el 170 por 100 y el 180 por 100 del PIB americano, pero sólo representan el 100 por 100 y el 90 por 100 del PIB agregado en el área del euro. Estas diferencias entre las estructuras de uno y otro sistema son, en buena medida, consecuencia de la separación entre banca comercial y banca industrial introducida por la Ley Glass-Steagall de 1933, en Estados Unidos, frente al mantenimiento de la banca universal como modelo dominante en Europa continental. Dicha separación, aunque creó problemas a los intermediarios bancarios americanos durante muchas décadas, suscitó una fuerte competencia entre ellos que ha conducido a un gran desarrollo de los mercados de dinero y de capitales. En la Europa continental, entretanto, bajo el predominio bancario, los mercados de valores se han mantenido fragmentados y segmentados, en una fase modesta de desarrollo. El tamaño de los mercados europeos de valores es, hoy, aproximadamente, la mitad del de Estados Unidos. Ahora bien, las recientes investigaciones económicas concluyen, como hemos visto, que no hay razones claras para preferir una u otra estructura como más favorable al crecimiento económico, puesto que ambos componentes del sistema financiero —los bancos y los mercados de valores— ejercen, con su desarrollo, un efecto positivo sobre el crecimiento.

Según esto, el proceso de expansión e integración de los mercados de valores europeos iniciado a mediados de la década pasada y acentuado tras la introducción del

euro, promete ejercer efectos estimulantes sobre las economías de la Unión Europea; por ello, ese proceso debe ser alentado y facilitado. El avance de las emisiones de bonos, tanto públicos como privados, y el aumento de las admisiones a cotización, de las emisiones de acciones y de la capitalización bursátil, apoyados en una mayor preferencia de las familias y de los inversores institucionales por los valores; el paulatino incremento de las inversiones transfronterizas entre países europeos, favorecidas por la adopción de la moneda común y por la mayor facilidad en el encauzamiento y ejecución de órdenes; las importantes transformaciones en el ámbito de la negociación, donde las bolsas, flexibilizada su organización y reforzada su tecnología, tienden a alejarse de sus posiciones tradicionales, han entrado a competir entre sí y a buscar una ampliación de su escala de actividad mediante alianzas o fusiones con otras bolsas y se enfrentan con nuevas plataformas electrónicas de negociación, que se desarrollan con rapidez aprovechando los bajos costes de entrada y la alta eficacia que proporcionan las nuevas tecnologías; la presión para avanzar hacia una mayor consolidación de los sistemas de compensación y liquidación en busca de más bajos costes, menores riesgos y mayor eficiencia y, en general, el esfuerzo observado en los proveedores de servicios financieros para mejorar la calidad de éstos, son, todos ellos, factores dinámicos interrelacionados que deberían llevar, a buen ritmo, hacia unos mercados de capitales europeos más integrados, más líquidos, profundos y eficientes, con más bajos costes y con mejor información, en condiciones de mejorar la asignación del capital e impulsar la innovación en la economía europea.

El camino a recorrer, es, desde luego, largo. Desde la situación actual, en la que las carteras de los inversores son aún expresión de unas

preferencias básicamente referidas al ámbito de los valores nacionales, un mercado de capitales europeo con un alto grado de integración es un objetivo situado en un horizonte aún distante. El proceso de avance se enfrenta con muchos obstáculos. Algunos de ellos, tales como la diversidad cultural o las diferencias en los sistemas jurídicos e impositivos de los países miembros de la Unión Europea, son importantes y de difícil tratamiento. No me ocuparé de ellos. Voy a centrar mi atención en otro tipo de obstáculos más susceptibles de tratamiento por las autoridades comunitarias. Me refiero a los obstáculos derivados del retraso de la legislación de la Unión Europea en relación con el rápido proceso de cambio que están viviendo las instituciones, los mercados y los instrumentos financieros. Éste será, precisamente, el propósito del apartado II. El resto del artículo se dedicará a la descripción y justificación de las principales recomendaciones para la reforma de los mercados de valores europeos, contenidas en el informe elaborado por el Comité de Sabios presidido por el profesor Lamfalussy y sometido a la Comisión de la Unión Europea en febrero del año 2001.

II. DIFICULTADES PARA LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES EUROPEOS

Diferentes estructuras financieras requieren diferentes sistemas de regulación. Éstos se ocuparán, en todo caso, de la regulación y la supervisión de los intermediarios y los mercados financieros, y de los productos por ellos y en ellos negociados; y los objetivos serán siempre análogos: la protección de los depositantes e inversores y la reducción del riesgo sistémico (3). Sin embargo, la forma y el contenido de los sistemas de regulación y su expresión institucional diferirán. En las estructuras financieras con un

fuerte predominio bancario, el control de la solvencia de los bancos es el tema dominante de sus sistemas de regulación y de supervisión, cuyas instituciones y los criterios que inspiran su actuación se han ido asentando con firmeza en los países desarrollados desde hace bastantes años. Los objetivos de la regulación de los mercados de valores son más complejos, más difíciles de precisar y articular, están más abiertos a la discusión sobre su interpretación y sobre la mejor forma de alcanzarlos. Por ello, la regulación y la supervisión de los mercados de valores sólo se consolida pronto y adquiere una importancia equivalente a la regulación y supervisión de las entidades bancarias cuando el componente de mercados de valores se desarrolla con fuerza y persistencia en un sistema financiero. La mejor expresión de esto es, naturalmente, la importancia de la Securities and Exchange Commission (SEC) en Estados Unidos, que inició su actividad en 1934, y el retraso considerable de la regulación de mercados en Europa, donde las comisiones nacionales de valores —y equivalentes— son instituciones jóvenes y en proceso de consolidación.

La mayor complejidad y los amplios márgenes de interpretación de los criterios inspiradores de la regulación de los mercados de valores y el distinto grado de desarrollo de éstos hicieron que los sistemas reguladores forjados independientemente, a lo largo del tiempo, en la pluralidad de países que constituyen, hoy, la Unión Europea fueran notoriamente diferentes en cuanto a la selección y ordenación de los objetivos perseguidos, los medios utilizados para alcanzarlos, el papel atribuido a la autorregulación, etcétera. Por consiguiente, la consecución de un mercado integrado de servicios financieros en el área requiere un impulso orientado a establecer unos criterios básicos que inspiren un cuerpo regulatorio común y a introducir un mayor grado

de armonización entre las legislaciones nacionales. Ese impulso ha de venir de la iniciativa legislativa de la Comisión de Bruselas y de las facultades colegisladoras del Consejo y del Parlamento europeos; y sus resultados en términos de disposiciones reguladoras comunitarias han de ser adecuadamente incorporados a las legislaciones nacionales de los países miembros de la Unión y aplicados coherentemente en todos ellos.

La actividad legislativa comunitaria en materia de mercados de valores se inició en los años setenta y adquirió más intensidad desde mediados de los años ochenta, durante el período de construcción del mercado interior comunitario a partir de la aprobación del Acta Única Europea. Después su ritmo ha decaído a pesar de las transformaciones financieras inducidas por la introducción del euro. El número de directivas aprobadas, relativas a los mercados de valores, es, desde luego, considerable, y se extiende a ámbitos muy variados, tales como los requerimientos para la admisión a cotización y la emisión de valores, las normas sobre información a los mercados para proteger a los inversores, las condiciones para considerar un mercado de valores como «mercado regulado», las normas sobre las unidades de inversión colectiva, la adopción de prácticas contables comunes que hagan comparable la información proporcionada por las empresas, las condiciones para conceder una licencia única a las firmas de inversión para trabajar en toda el área, etc. Buena parte de estas regulaciones están basadas en los criterios de armonización mínima y reconocimiento mutuo.

Pues bien, a pesar de esta legislación relativamente frondosa, el hecho es que, cuando se pregunta a personas representativas de los mercados de valores europeos sobre los factores que dificultan el

proceso de avance hacia un mercado integrado de valores en Europa, una gran mayoría de las respuestas señalan como obstáculos principales las diferencias entre legislaciones nacionales, la falta de una normativa unificada sobre valores, la transposición incoherente de las directivas —cuando existen— a las legislaciones nacionales y la ausencia de coordinación adecuada entre las entidades supervisoras de los distintos países miembros; un tema, éste último, que apenas ha tocado la legislación comunitaria.

De esos obstáculos derivan los problemas concretos que las mismas personas e instituciones consultadas denuncian como rémoras en el proceso de integración de los mercados de capitales en la Unión Europea. El valioso principio del reconocimiento mutuo, utilizado en la legislación comunitaria para eludir la complejísima tarea de armonizar plenamente las legislaciones nacionales, se ve desvirtuado, en la práctica, por los requisitos diversos o superpuestos exigidos por el país de origen y el país de acogida, por el país del oferente y el país del cliente, con las consiguientes dificultades para el desarrollo de operaciones a través de las fronteras dentro de la Unión. Tal es el caso en las ofertas públicas de valores y los prospectos de emisión, cuando el emisor desea llegar a varios mercados del área; o con el pasaporte único para empresas de inversión que, habiéndolo obtenido, se ven, sin embargo, sometidas a diferentes obligaciones y diferentes sistemas de supervisión en los distintos países miembros de la Unión. Las normas que regulan el suministro de información difieren notablemente de un país a otro del área, y las normas contables aún no están armonizadas. No existe una definición de los inversores profesionales, que están sometidos, con frecuencia, a regulaciones múltiples y complejas. No hay un pasaporte único para los mercados organizados y los

sistemas de negociación, lo cual les impide proporcionar servicios directamente a través de las fronteras. Las normas relativas al inversor minorista son muy distintas según los países, ofrecen niveles muy variados de protección y no están previstos métodos para resolver disputas transfronterizas sobre el tema. La regulación sobre fondos de inversión y fondos de pensiones está anticuada y es inadecuada. No existen normas comunitarias —o las existentes no son claras— en temas tan importantes como la regulación de los sistemas de negociación alternativa (ATS), los abusos de mercado, el tratamiento del colateral en operaciones transfronterizas y la regulación de las OPA. Los veintiséis centros de compensación y liquidación existentes en el área expresan una fragmentación costosa e ineficiente. Y a esta lista de problemas —que podría ampliarse— hay que añadir los resultantes, en términos de costes y de confusión, de la existencia de unas cuarenta autoridades reguladoras en los estados miembros de la Unión Europea (4).

El sector privado financiero considera, en resumen, que la situación actual del marco regulador genera dificultades importantes para el proceso de integración de los mercados de capitales en el área de la Unión Europea; y que si el tema no se aborda con rapidez y energía, los problemas se agravarán con el tiempo ante el proceso de expansión y transformación de unos mercados afectados por el rápido avance tecnológico, la creciente importancia del ahorro privado, el avance de las unidades de inversión colectiva y los fondos de pensiones, el desarrollo de nuevas plataformas de negociación y las tendencias a la consolidación en el sector. El sector privado financiero juzga, en definitiva, que la Unión Europea necesita, en este ámbito, un marco regulador más completo, menos abierto a interpretaciones o apreciaciones divergentes de las directivas comuni-

tarias por las autoridades nacionales, más flexible y más rápido en su adaptación a las necesidades de unos mercados cambiantes, y un procedimiento legislativo más ágil —aunque un buen número de los consultados manifiestan, al mismo tiempo, su temor a que el avance de la legislación pudiera llevar a una proliferación de normas perturbadoras, especialmente si se introdujeran sin consultar con los expertos y usuarios de los mercados.

III. LAS PROPUESTAS DEL «INFORME LAMFALUSSY»

La preocupación por esta situación ha alcanzado también a las autoridades comunitarias; y así, el Consejo Europeo ha expresado reiteradamente, durante los últimos años, su deseo de que mejorasen los dispositivos legislativos en este ámbito, se formularan programas de actuación normativa con prioridades claras y se fomentase una mayor coordinación entre las autoridades supervisoras. Pero se ha avanzado poco. La Comisión, en mayo de 1999, presentó al Parlamento y al Consejo una Comunicación que proponía un programa de trabajo que fijaba objetivos, prioridades, un calendario indicativo de actuaciones y unos mecanismos que pudieran contribuir a la realización de todo ello; y adjuntaba un Plan de Acción sobre Servicios Financieros que contemplaba un conjunto extenso y preciso de actuaciones y sugería algunas formas de hacer más rápida y menos compleja la tarea normativa en este campo (5). El Consejo Europeo celebrado en Lisboa, en marzo de 1999, no sólo adoptó el Plan de Acción propuesto, sino que señaló que dicho plan debería estar concluido en el año 2005 y que el Plan de Acción específico para capital-riesgo debería estarlo para el año 2003. El Consejo invitaba, además, a la Comisión a informarle pe-

riódicamente sobre la puesta en práctica de dichos planes.

El segundo de estos informes de la Comisión, fechado en mayo del año 2000, señalaba, sin embargo, que si bien se había avanzado en la puesta en práctica de tales planes, era mucho lo que quedaba por hacer si se quería cumplir los calendarios establecidos. A la vista de ello, el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas acordó, en julio del año 2000, designar un Comité de Wise Men, formado por seis expertos y presidido por el Profesor Lamfalussy, que habría de rendir un informe sobre la regulación de los mercados de valores europeos en el primer semestre del año 2001. De acuerdo con el mandato recibido, el Comité debería formular propuestas orientadas a mejorar y hacer más rápido y flexible el sistema básico de regulación de la Comunidad en el ámbito del mercado de valores —siempre dentro del marco institucional existente—, hacer más eficaces su transposición e instrumentación y adaptar las prácticas actuales para asegurar una mayor convergencia y cooperación en su aplicación diaria. El Comité no debería adentrarse, sin embargo, en el tema de la supervisión prudencial.

El Comité cumplió su mandato y presentó un informe inicial en noviembre del año 2000, y su informe final el día 15 de febrero de 2001 (6).

El Comité, en su análisis de los problemas y limitaciones del sistema de regulación existente, llegó a conclusiones que no eran muy distintas de las señaladas por los mercados y por las propias autoridades: la legislación comunitaria disponible presenta lagunas importantes y ambigüedades considerables; no existe un cuadro de principios básicos, adecuadamente consensuados, que inspiren la legislación; no se ha determinado un orden de prioridades que oriente el desarro-

llo de la legislación en el tiempo; el proceso legislativo es demasiado lento —el tiempo medio de aprobación de una directiva es superior a tres años y, a menudo, más largo (para no hablar de las que están empantanadas desde hace doce y hasta treinta años)—, con la consecuencia de que las directivas corren el riesgo de estar obsoletas cuando finalmente se aprueban; el descenso de las directivas a detalles de instrumentación aumenta sus riesgos de obsolescencia y de desajuste con la realidad, al tiempo que la rigidez del sistema para introducir en ellas pequeños cambios dificulta su adaptación a los requerimientos de unos mercados cambiantes; la transposición de las directivas es también lenta y, a menudo, discordante entre países debido a la ambigüedad de los textos transpuestos y a la falta de coordinación entre los reguladores nacionales; en fin, el excesivo número de instituciones competentes dificulta la convergencia de las estructuras de regulación y supervisión. A ello habría que añadir, en opinión del Comité, una escasez de expertos con formación adecuada en todos los niveles de las instituciones reguladoras. Todo lo anterior lleva al Comité a la convicción de que si el objetivo de la integración de los mercados de capitales de la Unión Europea ha de alcanzarse y el Plan de Acción sobre Servicios Financieros ha de cumplirse en plazos parecidos a los previstos, la Unión Europea ha de acometer una reforma profunda y urgente de su sistema de regulación.

En consecuencia, el Comité ofrece un cuadro posible de principios básicos inspiradores de la legislación sobre valores y propone una lista prioritaria de normas que deberían entrar en vigor, como muy tarde, al concluir el año 2003, a saber: la superación de los obstáculos para el reconocimiento mutuo del prospecto único de emisión; la modernización de los requisitos de admisión a cotización; la generaliza-

ción del reconocimiento mutuo basado en el principio del país de origen para los mercados al por mayor, incluyendo una clara definición del inversor profesional; la puesta al día de las normas sobre inversión de los fondos de inversión y de pensiones; la adopción de las normas internacionales de contabilidad y la concesión de un pasaporte único a los mercados bursátiles reconocidos (sobre la base del principio de control por el país de origen). Y, a continuación, el Comité expone sus recomendaciones para la reforma del sistema de regulación.

Dichas recomendaciones se adaptan al marco institucional existente —de acuerdo con el mandato recibido— y se abstienen de proponer modificación alguna del Tratado de Maastricht, puesto que una propuesta en tal dirección no tendría probabilidades de prosperar en los momentos actuales y llevaría, en todo caso, a un aplazamiento considerable de las reformas deseables. El Comité no entra, en consecuencia, en el tema de si podría ser conveniente crear ahora una institución reguladora central de la Unión Europea en el ámbito financiero, porque ello exigiría una modificación del Tratado. El Comité adapta, por tanto, sus recomendaciones a los márgenes que ofrece el procedimiento denominado, en la jerga comunitaria, de «comitología», que hace referencia a la delegación, por el Consejo a la Comisión, de poderes de instrumentación para la ejecución de la legislación de la Unión Europea.

Las recomendaciones del Comité sobre la elaboración y la aplicación de la normativa sobre mercados de valores se estructuran en un esquema de cuatro niveles.

En el *Nivel 1* se establecen los criterios básicos que han de inspirar la legislación (Directiva o Regulación) que se va a elaborar; y se si-

gue, para ello, el procedimiento legislativo habitual, es decir, la Comisión elabora la propuesta legislativa, que pasa a ser discutida y, en su caso, aprobada por las dos instituciones co-decisionarias: el Parlamento Europeo y el Consejo de Ministros.

Adviértase que, según esta recomendación, las autoridades co-decisionarias determinarían en el primer nivel, de un modo claro y preciso, los principios básicos que van a informar la pieza legislativa correspondiente (Directiva o Regulación); establecerían también la naturaleza, la amplitud y los límites de las normas técnicas de instrumentación de ese cuadro de principios básicos, de modo que resultasen precisadas las delegaciones que confieren; pero no descenderían a los detalles técnicos de esas normas, cuyo desarrollo corresponde al *Nivel 2*. Este procedimiento aceleraría el proceso legislativo, puesto que las negociaciones entre la Comisión, el Consejo de Ministros y el Parlamento se centrarían en los criterios esenciales, no en los detalles técnicos de instrumentación.

El Comité recomienda también que la Comisión Europea, titular del derecho de iniciativa legislativa de acuerdo con el Tratado, consulte abiertamente con los participantes y usuarios de los mercados y, de modo informal, con los países miembros y sus reguladores y con el Parlamento, sobre el contenido de las propuestas que esté contemplando, antes de someterlas formalmente al Consejo y al Parlamento. Ello mejoraría la calidad de las propuestas y facilitaría el procedimiento posterior.

En el *Nivel 2* se procedería a determinar las normas detalladas de instrumentación de los objetivos y criterios generales establecidos en el *Nivel 1*. Para ello, la Comisión contaría con la colaboración y la ayuda de dos comités de nueva creación: el Comité de Reguladores

de Valores de la Unión Europea y el Comité de Valores.

Estos dos comités tendrían funciones y composiciones bien diferenciadas:

El *Comité de Reguladores de Valores* tendría una función de asesoramiento a la Comisión. Actuaría como un grupo asesor independiente, establecido por la Comisión fuera del proceso de «comitología», y estaría compuesto por los presidentes de las instituciones nacionales competentes en materia de regulación y supervisión de valores (una por país), uno de los cuales actuaría como presidente del Comité. Su estructura sería similar a la del Foro de Comisiones Nacionales de Valores (FESCO), que ha facilitado la cooperación entre dichas instituciones con resultados muy satisfactorios en los últimos años, pero que carece, hoy, de *status* formal.

Una vez que, en el *Nivel 1*, la propuesta legislativa de la Comisión haya sido objeto de co-decisión por el Consejo y el Parlamento, quienes habrían fijado los criterios y principios básicos y habrán delegado el desarrollo de las normas técnicas detalladas en la Comisión, ésta, pasando al *Nivel 2*, proporcionará el texto aprobado al Comité de Valores y lo enviará a informe del Comité de Reguladores. Este Comité, tras consultar a representantes de los mercados en plazos predeterminados, lo devolverá, con su opinión técnica, a la Comisión. La Comisión considerará esta opinión y la pasará al Comité de Valores.

El *Comité de Valores* tendría una función básicamente reguladora, desempeñando su actividad de acuerdo con las facultades de instrumentación delegadas, caso por caso, por el Consejo y el Parlamento Europeo. Perteneciente al ámbito de la «comitología», el Comité de Valores estaría compuesto por representantes de alto nivel desig-

nados por los países miembros y presidido por la Comisión. Su tarea consistiría en estudiar el proyecto de medidas presentadas por la Comisión, discutir las, votarlas en un plazo máximo de tres meses y, en su caso, aprobarlas (por mayoría cualificada). En caso de aprobación, la Comisión adopta las medidas y el proyecto de Directiva se convierte en norma obligatoria para la Comunidad. Si no se logra la aprobación del Comité de Valores, la Comisión someterá la propuesta de norma a la aprobación del Consejo; si ésta tampoco se obtiene, la Comisión habrá de optar entre modificar su propuesta, someterla de nuevo al Consejo sin modificación o abandonar el proyecto.

El Comité de Wise Men insiste, en su informe, en que el principio de transparencia y el mantenimiento del equilibrio interinstitucional sean estrictamente respetados en el procedimiento seguido en este *Nivel 2*. El Parlamento ha propuesto que se le atribuya un derecho de *call-back* que le permita oponerse y pedir la revisión de una Directiva cuyas normas de instrumentación acordadas en el *Nivel 2* excedan, en su opinión, de las facultades delegadas o se desvíen de los principios básicos determinados por codecisión en el *Nivel 1*. El Comité de Wise Men, tras examinar esta posibilidad, la rechaza en su informe porque entiende que no está contemplada en el Tratado. El Comité considera que si se mantiene puntualmente informado al Parlamento de las propuestas, del contenido de las reuniones y de las decisiones de la Comisión y de los dos comités a lo largo del *Nivel 2*, el Parlamento podrá seguir, a su satisfacción, el avance de los trabajos, examinar los acuerdos alcanzados y pasar, en caso de disconformidad, una resolución que debería recibir la máxima atención de la Comisión e inducir a examinar, de nuevo, las propuestas afectadas. El Comité entiende que ello permitiría salvaguardar adecuadamente la su-

pervisión parlamentaria del proceso legislativo.

Una vez que el Comité de Valores aprueba la propuesta de la Comisión y ésta la adopta, queda completada la actividad legislativa de los *niveles 1 y 2*. Las normas aprobadas deben ser ahora, en el *Nivel 3*, objeto de transposición a las legislaciones nacionales de los estados miembros.

El Comité de Wise Men considera que, en este tercer nivel, el objetivo ha de ser el logro de una transposición, una instrumentación y una aplicación práctica coherentes de la legislación proveniente de los niveles anteriores, y entiende que la responsabilidad principal corresponde, en esa tarea, a los reguladores nacionales actuando de modo coordinado. Por ello, da entrada aquí, de nuevo, al Comité de Reguladores de Valores, quien deberá esforzarse por mejorar el proceso ofreciendo orientaciones coherentes de las regulaciones administrativas, elaborando recomendaciones interpretativas, supervisando y comparando las prácticas reguladoras de los distintos países e informando de todo ello a la Comisión y al Comité de Valores. Por lo demás, el Comité de Wise Men recomienda una simplificación y una mayor convergencia en las estructuras institucionales de regulación y supervisión en los países miembros.

El *Nivel 4*, y último, corresponde al ámbito de la aplicación y el cumplimiento de las normas comunitarias, donde la responsabilidad recae básicamente sobre la Comisión en cuanto guardiana de los tratados europeos. Pero el Comité de Wise Men insiste en que, si bien la Comisión deberá mejorar sus esfuerzos por hacer cumplir las leyes, su tarea no será eficaz si no cuenta con la colaboración del Parlamento, de las entidades reguladoras y del sector privado en forma de información y de denuncias bien probadas sobre

las infracciones registradas. El Comité indica, además, que la Comisión debería reforzar sus presiones orientadas a conseguir una transposición precisa y en un plazo razonable por los países miembros de la legislación comunitaria acordada.

Se cierra así el esquema de las recomendaciones, articuladas en cuatro niveles, cuya aplicación permitiría, en opinión del Comité de Wise Men, mejorar el proceso legislativo de la Unión Europea relativo a los mercados de valores. El Comité no ignora que, dadas las restricciones que condicionan las reformas deseables, el proceso resultante es complejo; entiende, sin embargo, que es más rápido, flexible y eficaz que el actual. Subraya que, para que el sistema recomendado tenga éxito, es preciso, desde luego, que los dos comités propuestos: el de Reguladores y el de Valores, reciban mandatos claros, que el proceso esté dominado por la transparencia, que exista una clara implicación de los participantes en los mercados, que se refuerce el papel desempeñado por las instituciones reguladoras y que se reformen las estructuras nacionales de regulación de modo que aumente su convergencia. El Comité insiste, sobre todo, en que los principales actores —la Comisión, el Consejo, el Parlamento Europeo y los reguladores nacionales— desarrollen con energía un esfuerzo cooperativo basado en el convencimiento de que la progresiva integración de los mercados de valores europeos, alentada por una regulación más favorable, es de la mayor importancia para el avance de las economías del área.

El Comité acepta la posibilidad de que, aun si sus recomendaciones fueran, en principio, adoptadas, el nuevo sistema de regulación no condujera a los resultados esperados. Por ello, propone la constitución de un grupo de seguimiento que emita informes semestrales sobre los resultados obtenidos; y su-

giere que, en el caso de que se comprobase una ausencia de progreso suficiente con el nuevo sistema, en el año 2004 —o antes, si pareciera conveniente— se considerase una modificación del Tratado que incluyese la creación de una autoridad reguladora única para servicios financieros en la Comunidad. No es ésta, sin embargo, una perspectiva que sea del agrado de un buen número de los representantes de mercados consultados.

Me referiré, en fin, a dos temas importantes que son tratados sólo tangencialmente en el Informe del Comité de Wise Men.

El primero hace referencia a la situación de la compensación y la liquidación en el área. En pocos temas ha escuchado el Comité tantas quejas de los consultados, quienes han denunciado el elevado grado de fragmentación del sector, con la consecuencia de costes muy elevados para las operaciones transfronterizas, la falta de acceso abierto y no discriminatorio, la ausencia de unas normas reguladoras comunes en el ámbito europeo, etc. El Comité ha considerado que la reestructuración y el grado de consolidación del ámbito de la compensación y la liquidación deben ser básicamente encauzados y decididos por las fuerzas del mercado. El Comité aconseja, sin embargo, que la Comisión Europea, a través de su Dirección General de la Competencia, examine la situación actual y asegure el respeto a las normas comunitarias de la competencia en este sector; y sugiere que se estudie si la Unión Europea debe introducir un marco regulador para las actividades de compensación y liquidación.

El segundo tema se refiere a las implicaciones prudenciales de unos mercados financieros crecientemente integrados, más eficientes pero también con mayores riesgos potenciales. El tema de la regulación prudencial quedó explícitamente exclu-

do del mandato del Comité. Éste se limita, por tanto, a subrayar la necesidad urgente de reforzar la cooperación, en el ámbito europeo, entre los reguladores de los mercados financieros y las instituciones encargadas de la supervisión prudencial.

Este artículo debería concluir indicando cuál es la situación actual de nuestro informe, entregado el 15 de febrero de 2001. Pues bien, el informe fue adoptado por la Comisión y aprobado por el ECOFIN y por el Consejo Europeo, en su conformación de jefes de Estado y de Gobierno, en Estocolmo, el pasado mes de marzo. Incluso se ha acordado la constitución de los dos comités básicos de Reguladores y de Valores, este último como comité consultivo, no regulador, en espera de un acuerdo final con el Parlamento. Pero este acuerdo aún no se ha alcanzado. El Parlamento ha continuado insistiendo en tener un derecho de veto —o de *call back*— al final del *Nivel 2*, como medio de evitar, en su opinión, que el procedimiento propuesto erosione sus facultades legislativas. Parece, sin embargo, que, tras once meses de conversaciones entre el Parlamento y la Comisión, se está a punto (enero de 2002) de alcanzar un compromiso: se acepta la necesidad de estudiar la modificación del artículo 202 del Tratado de modo que resulten aclaradas las responsabilidades ejecutivas de la Comisión y el papel conjunto y paritario de los dos colegisladores —Parlamento y Comisión—, remitiendo dicho estudio a la próxima Conferencia Intergubernamental; y, entretanto, la elaboración de la legislación sobre mercados de capitales se adaptará a las recomendaciones del Informe Lamfalussy con la máxima transparencia, asegurando al Parlamento la plena información sobre el proceso de elaboración de cada norma y una atención máxima a sus posiciones —semejante a la concedida a las del Consejo— respecto de normas importantes en las cua-

les puedan surgir diferencias de criterio.

NOTAS

(1) Véase LEVINE (1997).

(2) Para más detalle puede consultarse: LEVINE y ZERVOS, (1998) y BECK, LEVINE y LOAYZA, (2000).

(3) Más información al respecto, se encuentra en LANNOO (2000).

(4) Véase COMISIÓN EUROPEA (2000).

(5) Plan de Acción sobre Servicios Financieros, COM (1999), 232, 11-05-00.

(6) *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Bruselas, 15 febrero, 2001.

BIBLIOGRAFÍA

BECK, Thorsten; LEVINE, Ross, y LOAYZA, Norman (2000), «Finance and the sources of growth», *Journal of Financial Economics*, 58: 261-300.

COMISIÓN EUROPEA (2000), *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Bruselas, 9 noviembre: 15-17.

—(2001), *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Bruselas, 15 febrero.

LANNOO, Karel (2000), *Does Europe Need a SEC?*, European Capital Markets Institute, noviembre.

LEVINE, Ross (1997), «Financial development and economic growth: views and agenda», *Journal of Economic Literature*, 35(2), junio: 688-725.

LEVINE, Ross, y ZERVOS, Sara (1998), «Stock markets, banks and economic growth», *American Economic Review*, junio: 537-558.