

Resumen

Consciente del vínculo favorable entre liberalización financiera, desarrollo financiero y crecimiento económico, en este artículo presento una síntesis de los principales desarrollos que se han producido en el ámbito de la armonización bancaria en la Unión Europea durante las últimas décadas, con el objetivo de intensificar los niveles de competencia y eficiencia de los sistemas financieros. Para ello, realizo una revisión exhaustiva de todas las medidas legislativas que se han implementado, prestando especial atención a todos los cambios legislativos realizados dentro del marco de aplicación del Plan de Acción de los Servicios Financieros durante el período 1999-2005. La implantación exitosa de la mayoría de las 42 medidas legislativas por parte de los estados miembros nos hace ser muy optimistas acerca de los avances importantes alcanzados en materia de armonización bancaria.

Palabras clave: liberalización financiera, integración financiera, armonización bancaria, Plan de Acción de los Servicios Financieros, crecimiento económico.

Abstract

Being aware of the positive relationship existing between financial liberalisation, financial development and economic growth, this article presents a synthesis of the main developments that have taken place in the framework of the harmonisation of banking in the European Union in recent decades in order to intensify the levels of competition and the efficiency of financial systems. To this end, all legislative measures taken have been exhaustively reviewed, with special attention being paid to legislative changes made in the framework of application of the Financial Services Action Plan over the period 1999-2005. Successful implantation of the 42 legislative measures by the member states means that we can be optimistic about the significant progress made in the harmonisation of banking.

Key words: financial liberalisation, financial integration, harmonisation of banking, financial services action plan, economic growth.

JEL classification: G21, G28, K20.

INTEGRACIÓN, ARMONIZACIÓN BANCARIA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EN LA UNIÓN EUROPEA

Diego ROMERO-ÁVILA

Universidad Pablo de Olavide

I. INTRODUCCIÓN (*)

DURANTE más de dos décadas, numerosos estudios han mostrado los efectos positivos de la integración y el desarrollo de los sistemas bancarios y mercados bursátiles sobre las tasas de crecimiento económico a través de la eliminación de las barreras al intercambio, que permite una asignación más eficiente del capital entre los proyectos de inversión y una mejor diversificación del riesgo (1). Basándose en esta relación, gobiernos y gestores de política económica han realizado un esfuerzo considerable para mejorar el funcionamiento de los mercados financieros a través de la introducción de medidas encaminadas a liberalizar el sector, intensificando así los niveles de competencia para mejorar su grado de eficiencia. Un ejemplo reciente es el Consejo de Lisboa de marzo de 2000, que reunió a los jefes de Estado y de Gobierno de la Unión Europea (UE), que reconocieron la importancia decisiva del establecimiento de un mercado integrado de los servicios financieros y de capitales. Esto ayudaría a conseguir unos mayores niveles de competitividad a largo plazo junto con el desarrollo crucial de la nueva economía, factores ambos necesarios para mantener a la economía europea en una senda de crecimiento elevado y sostenido. Así se contempla en el principal objetivo estratégico de la UE para los diez próximos años,

que tratará de convertirla en «la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo, capaz de crecer económicamente de manera sostenible con más y mejores empleos y con mayor cohesión social».

Dentro de esta estrategia, el papel de los mercados financieros se considera central para estimular el crecimiento económico, mejorar la productividad y favorecer la creación de empleo en Europa. En este contexto, la introducción del euro y la consiguiente eliminación de las monedas nacionales de los países de la zona euro actúan de catalizador para la integración de los mercados financieros de la UE, al eliminar las primas de riesgo cambiario. Para la consecución de estos objetivos, el Consejo Europeo de Lisboa pidió que el Plan de Acción de los Servicios Financieros (PASF) estuviera completado para 2005 (2). Este Plan, introducido en 1999 por la Comisión Europea, tenía como objetivo intensificar los esfuerzos para la consecución de un espacio europeo único para los servicios financieros, a través de la implantación de 42 medidas legislativas durante el período 1999-2005 (3). Para ello, se establecieron tres objetivos estratégicos: 1) instaurar un mercado único de los servicios financieros al por mayor; 2) hacer accesibles y seguros los mercados minoristas, y 3) reforzar las normas de supervisión cautelar.

Tal como reconoce la Comisión Europea en los nueve informes realizados sobre el progreso en la implantación de las medidas recogidas en el PASF, la integración de los mercados financieros reportará importantes beneficios a todos los sectores de la economía a través de unos menores costes financieros para obtener capital, lo cual favorecerá la inversión y la creación de empleo. Así, la consecución de un mercado único de servicios financieros facilitará el acceso de las PYME y de las empresas de nueva creación innovadoras a la financiación mediante la constitución de fondos propios, y accediendo en condiciones más flexibles y menos costosas a los mercados de capital de riesgo, llevando a una mejor asignación del capital y a unas mayores tasas de crecimiento y de creación de empleo (4). A su vez, los consumidores dispondrán de un abanico más amplio de productos en los cuales invertir su dinero para obtener un rendimiento más elevado en sus inversiones.

En este contexto, el principal objetivo del presente artículo es presentar los principales cambios legislativos e institucionales que han tenido lugar en la UE durante las últimas tres décadas con el objetivo de liberalizar y armonizar los sistemas financieros, lo que permitirá alcanzar unos mayores niveles de competencia y eficiencia en el sector bancario. Esto, a su vez, con la finalidad de elevar las tasas de inversión, crecimiento económico y creación de empleo. Para ello, el trabajo se estructura en los siguientes apartados: en el II llevaré a cabo un breve *survey* de los principales estudios acerca del efecto de los sistemas financieros sobre la economía real; en el III repasaré la situación general al comienzo del proceso de armonización e integración financiera; en el IV me centraré en los

principales cambios legislativos e institucionales tendentes a la liberalización y armonización de los sistemas financieros; en el V presentaré las nuevas propuestas legislativas que hacen efectiva la aplicación del PASF con el fin de ver realizado el potencial inexplorado en términos de crecimiento económico y creación de empleo; por último, en el apartado VI presentaré las principales conclusiones del trabajo.

II. EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE EL NEXO ENTRE EL DESARROLLO FINANCIERO Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

El vínculo entre el sistema financiero y la economía real de los países ha sido amplio objeto de estudio por los economistas del desarrollo ya desde principios del siglo pasado. Así, autores como Schumpeter (1911), Gerschenkron (1962) y Hicks (1969) enfatizaron el hecho de que los bancos son capaces de impulsar el crecimiento tecnológico y el bienestar de las economías por medio de la canalización de los recursos financieros hacia los proyectos de inversión más lucrativos. Otros autores posteriores, como Goldsmith (1969), Mckinnon (1973) y Shaw (1973), también señalaron que una condición necesaria para que se produzca un crecimiento sostenido en las economías modernas es la existencia de un sistema financiero liberalizado y desarrollado.

Varios planteamientos teóricos dentro de la teoría del crecimiento endógeno, propugnada entre otros por Romer (1990) y Lucas (1988), dan también soporte teórico a la existencia de un vínculo positivo entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Algunos ejemplos son los trabajos

de Saint-Paul (1992), Greenwood y Jovanovic (1990), y Bencivenga y Smith (1991). Pagano (1993) resume las tres principales vías por las que el desarrollo financiero puede afectar al crecimiento económico: 1) el incremento en la tasa de ahorro privado; 2) la mejora en la eficiencia del proceso de intermediación financiera, y 3) el incremento en la productividad total del capital.

Sin embargo, un menor grado de consenso se ha alcanzado acerca de la dirección de causalidad que caracteriza dicha relación. Por un lado, estudios como los realizados por King y Levine (1993a, b) parecen encontrar una relación causal entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico para más de ochenta países, dado que el nivel de desarrollo bancario al inicio del período de estudio resultó estar correlacionado con un mayor crecimiento del *stock* de capital, de la productividad, y del crecimiento económico durante el período 1960-1989. Por otro lado, Rajan y Zingales (1998) creen que el nivel inicial de desarrollo financiero no lleva necesariamente a mayores tasas de crecimiento económico, debido a que los intermediarios financieros suelen incrementar sus préstamos a empresas al anticipar que en un futuro se va a producir una expansión de las economías.

Una vía alternativa utilizada en el análisis de la causalidad entre la economía real y la financiera ha sido propuesta por Rajan y Zingales (1998). Estos autores tratan de determinar si el grado de desarrollo financiero causa una mejora en el crecimiento industrial, y lo hacen a través del estudio de si aquellos sectores industriales que muestran mayor dependencia de los recursos financieros externos han crecido más que los sectores menos dependientes en aquellos

países con mayor grado de desarrollo y sofisticación financiera. La evidencia encontrada apunta en esta dirección.

Paralelamente, La Porta *et al.* (1997, 1998) argumentan que el origen legal de los países es un factor condicionante fundamental de su posterior grado de desarrollo financiero. Así, aquellos países que han heredado un sistema legal de origen francés, basado en el derecho civil, presentan sistemáticamente un menor grado de desarrollo de los bancos y mercados bursátiles. Sin embargo, aquellos países cuyo origen legal es anglosajón, basado en la tradición de la jurisprudencia, se caracterizan por un mayor grado de desarrollo y sofisticación financiera. No obstante, Rajan y Zingales (2003) puntualizan que, mientras que el origen legal de los países no varía a lo largo del tiempo, el grado de desarrollo financiero sí ha sufrido importantes oscilaciones durante el siglo XX. De acuerdo con dichas pautas observadas, los autores muestran que factores como la creación de grupos de interés opuestos a la apertura de las economías domésticas y de sus sistemas financieros pueden estar detrás de la evolución de éstos a lo largo del tiempo.

Recientemente, se han analizado una serie de experimentos naturales de episodios de liberalización financiera con el objetivo de determinar su impacto directo sobre la economía real, o el impacto indirecto a través de su efecto en el grado de desarrollo y sofisticación de los sistemas financieros. En esta línea, Jayaratne y Strahan (1996) proporcionan evidencia favorable a la existencia de una relación causal entre la desregulación del sistema bancario estadounidense a escala regional y las tasas de crecimiento económico regional observadas a continuación. Los

autores muestran que la calidad y la eficiencia con la que operan los intermediarios financieros norteamericanos mejoraron como resultado de la eliminación de las barreras de entrada a nuevos bancos y de apertura de nuevas oficinas que existían entre estados. Dichos cambios institucionales ocasionaron un incremento en la tasa de crecimiento económico potencial de medio punto porcentual cada año. Levine y Zervos (1998) muestran que la liberalización de los movimientos de capitales en quince economías emergentes ha traído consigo una mayor liquidez en los mercados bursátiles, lo cual mejora las posibilidades de financiación de proyectos de inversión a largo plazo, incidiendo a su vez positivamente sobre el crecimiento económico. Levine (2001) también encuentra que la eliminación de las restricciones a la entrada de bancos extranjeros mejora la eficiencia de la industria bancaria a través de una mayor competencia y una mejor monitorización de los proyectos de inversión. A su vez, un sector bancario más abierto y eficiente eleva las tasas de crecimiento económico mediante la mejora en la productividad del capital. En la misma línea, Bekaert *et al.* (2005) muestran que la liberalización de los mercados de capitales trae consigo un incremento en las tasas de crecimiento económico de aproximadamente un punto porcentual para un conjunto amplio de países. Además, la liberalización de los movimientos de capitales ejerce un efecto positivo y complementario (al generado por liberalización de los mercados de capitales) sobre el crecimiento económico.

Finalmente, encontramos dos experimentos naturales para el caso de la integración financiera en Europa. Por un lado, Romero-Ávila (2007a) investiga la relación que existe entre la armonización de la industria bancaria y el creci-

miento del producto interior bruto (PIB) en la UE de los quince. Para ello, se construye un índice de armonización bancaria que recoge las fechas de transposición de las directivas bancarias durante el período 1960-2001. En la medida en que los estados miembros adoptaron estos cambios institucionales impuestos por las autoridades comunitarias a través de la introducción de directivas que tienen carácter obligatorio, podemos afirmar que cualquier relación positiva y estadísticamente significativa entre dichos cambios institucionales y las tasas de crecimiento de las economías de la UE no refleja una simple correlación contemporánea, sino una relación causal que va desde la liberalización y armonización financiera hacia un mayor crecimiento económico. Los resultados preliminares apuntan a que la armonización bancaria incrementa las tasas de crecimiento económico de los estados miembros de la UE. La principal vía a través de la cual este efecto se ha producido es la mejora en la eficiencia de las instituciones de crédito, en lugar del incremento en los niveles de intermediación financiera.

Por otro lado, Romero-Ávila (2007b) también encuentra evidencia del efecto favorable sobre el crecimiento económico de la liberalización de los movimientos de capitales y del desmantelamiento de las restricciones impuestas sobre los tipos de interés. El canal de transmisión de dicho efecto es la mejora en la eficiencia de los intermediarios financieros.

III. SITUACIÓN AL COMIENZO DEL PROCESO DE INTEGRACIÓN Y ARMONIZACIÓN BANCARIA

Desde la firma del Acta Única Europea en febrero de 1986, el

sector bancario en la UE ha experimentado un proceso gradual de liberalización y armonización con el objetivo de alcanzar un mercado bancario único. Para ello, se han abierto los sistemas bancarios nacionales a los socios comunitarios, lo cual ha generado que muchas entidades financieras abran oficinas más allá de sus fronteras nacionales, dando lugar a una intensificación de la competencia y, en última instancia, a una mejora en el nivel de eficiencia del sector bancario.

La liberalización del sector bancario ha tenido lugar de forma gradual a través de dos hechos fundamentales. Por un lado, los estados miembros de la UE han realizado un primer intento de desregulación de los sistemas bancarios nacionales en anticipación a la creación del mercado europeo único, desmantelando todas las restricciones impuestas sobre los tipos de interés y levantando los controles de capitales y cambio. Por otro lado, se ha producido un proceso gradual de acercamiento de la legislación que regula el sector bancario en los estados miembros con el objetivo de armonizar dichas regulaciones. De este modo, se intenta garantizar que todas las instituciones crediticias que operan en territorio comunitario estén sujetas a unos mismos niveles de regulación, asegurando así que no se distorsiona la libre competencia en los mercados bancarios. Ambos hechos son necesarios para hacer avanzar el proceso de integración financiera en la UE, lo cual mejora las condiciones bajo las cuales los agentes económicos pueden obtener recursos financieros a unos costes más bajos. La obtención de estos recursos, necesarios para llevar a cabo los planes de inversión y consumo, tiene una incidencia positiva sobre las posibilidades de

creación de empleo y sobre el crecimiento de la productividad y del bienestar de las economías que forman parte de la Unión Europea.

En este sentido, Domingo-Solans (1994) señala que la integración financiera está formada por dos elementos fundamentales: la libre circulación de capitales y la integración de los mercados financieros, que incluye el mercado bancario, el de seguros y el bursátil, siendo por lo tanto un prerequisite para la existencia de armonización en la prestación de servicios financieros la existencia de libre movilidad del factor capital.

A continuación, voy a hacer un repaso de las principales medidas llevadas a cabo con los objetivos de a) desmantelar las restricciones sobre la libre circulación de capitales y sobre los tipos de interés y b) armonizar la industria de los servicios financieros, prestando especial atención al sector bancario. Comenzaré, no obstante, con una breve descripción del entorno regulador antes de producirse los primeros intentos para liberalizar los sistemas financieros en la Unión Europea.

1. Estado general antes de la liberalización

Como es documentado por Economic Research Europe Ltd. (1996) en un estudio encargado por la Comisión Europea, hasta mediados de los ochenta la mayoría de los sistemas bancarios europeos se encontraban excesivamente regulados. Regulaciones de precios (tipos de interés de depósitos y préstamos) y de cantidades (volumen de créditos) estaban vigentes en todos los países de la UE hasta principios de los años noventa, con la excepción de Alemania y Holanda, que los

liberalizaron en 1981, y Reino Unido, en 1979. Igualmente, hasta principios de los noventa, hubo controles de cambio y de movimientos de capital en Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y Suecia (5). Las autoridades monetarias en países como España, Francia, Grecia, Italia y Suecia también imponían unos coeficientes de reserva excesivos, que limitaban el grado de competitividad y eficiencia de la industria bancaria de dichos países. Además, en Bélgica, Francia, Holanda y España los principales bancos solían reunirse para fijar unos precios muy bajos para los depósitos, y en países como Austria y Grecia las autoridades monetarias establecían los tipos de interés de los préstamos, lo cual repercutía enormemente en la eficiencia del sistema bancario. Estas medidas venían normalmente acompañadas de elevados coeficientes de inversión que obligaban a las entidades crediticias a financiar los déficit públicos mediante la adquisición de deuda pública.

Junto a esto, Francia, Italia y Portugal imponían importantes restricciones a la apertura de nuevas oficinas bancarias y al establecimiento de bancos extranjeros en territorio nacional. Esto, unido al hecho de que en la mayoría de los países de la UE existía la obligación de dotar unas reservas de capital en cada oficina, llevó a que, hasta casi mediados de los ochenta, no existiera una elevada competencia en los mercados bancarios europeos. Además, en países como Bélgica, Francia, Italia, Portugal y España no se permitía a los bancos ser miembros de los mercados de valores, y el rango de actividades y servicios que podían prestar era limitado, con claras restricciones sobre operaciones de seguros y valores bursátiles. En Francia las empresas

públicas tenían acceso libre a los mercados monetarios a precios subvencionados, con el efecto negativo que eso generaba sobre la asignación del capital. En países como Austria, Alemania y España existían unos fuertes vínculos entre entidades de crédito y sociedades no financieras, lo que dejaba a las economías a merced de crisis macroeconómicas y financieras.

Tal como se observa en la segunda columna del cuadro número 1, para finales de 1993 todas las restricciones sobre precios y cantidades habían sido eliminadas, siendo España, Grecia, Irlanda y Portugal los últimos en liberalizar.

2. Liberalización de los movimientos de capitales

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, en su artículo 67(1), estableció la necesidad de que, durante un período de transición hacia un mercado europeo único, los estados miembros se esforzaran en eliminar progresivamente todas las restricciones existentes a la libre circulación de capitales junto con aquellas basadas en la nacionalidad. Sin embargo, el Tratado de Roma no especificó las transacciones que debían ser liberalizadas ni los mecanismos para conseguirlo, abogando por liberalizar sólo lo necesario para asegurar el buen funcionamiento del mercado común.

Con la Primera y Segunda Directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE) se dividieron los movimientos de capitales en varias categorías, a las cuales se les aplicaría un grado diferente de liberalización, encontrando desde inversiones directas relacionadas con propiedades inmo-

CUADRO N.º 1

LIBERALIZACIÓN DE TIPOS DE INTERÉS Y CONTROLES DE CAPITAL

<i>Estado miembro</i>	<i>Desregulación de tipos de interés</i>	<i>Liberalización de controles de capital</i>
Austria	1989 *	1989-1991 *
Bélgica	1990	1991
Dinamarca	1988	1982
Finlandia	1985 *	1991 *
Francia	1990	1990
Alemania	1981	1967
Grecia	1993	1994
Irlanda	1993	1985
Italia	1990	1990
Luxemburgo	1990	1990
Holanda	1981	1980
Portugal	1992	1992
España	1992	1992
Suecia	1985 *	1992 *
Reino Unido	1979	1979

* Controles de capital para Austria, Finlandia y Suecia se refieren a las restricciones relativas a inversiones y préstamos con instituciones de otros estados miembros. Para el resto de países, las fechas se refieren a la completa liberalización de los controles de capital.
Fuente: Gual (1999) y Comisión Europea.

biliarias, que recibían la autorización automática de las autoridades competentes, hasta operaciones no permitidas, como la apertura de depósitos o cuentas bancarias y la obtención de préstamos en el extranjero. Esto, obviamente, constituía un claro obstáculo al desarrollo transfronterizo de la banca minorista.

Con la firma del Acta Única Europea se inició una etapa decisiva para la libre circulación de capitales, al equiparar ésta con la de bienes y servicios. El Acta impulsó la adopción de la Directiva 88/361/CEE, del 24 de junio de 1988, que permitió la aplicación del artículo 67 del Tratado con el objetivo de dotar al mercado único de su plena dimensión financiera. Por lo tanto, el comienzo de la liberalización completa de los movimientos de capitales entre los estados miembros entraría en vigor a partir del 1 julio de 1990 (6). Las operaciones para efectuar los movimientos de capitales recogidas en la Directiva incluían, entre otras, las inversio-

nes directas, las inversiones inmobiliarias, las operaciones de participaciones en fondos de inversión, las operaciones sobre títulos, las operaciones en cuentas corrientes y de depósitos en entidades financieras, los préstamos y los créditos financieros.

Con la adopción del Tratado de la UE en noviembre de 1993, el artículo 67 del Tratado de Roma fue sustituido por el Tratado de Maastricht, que aplicaría obligatoriamente el principio de completa libertad de circulación de capitales en toda la Unión Europea (7).

IV. ARMONIZACIÓN FINANCIERA Y BANCARIA

1. Legislación básica

El primer paso en el proceso de armonización bancaria tuvo lugar con la adopción por parte del Consejo Europeo de la Directiva 73/183/CEE, que establecía el principio de libertad de establecimiento y prestación de servicios

financieros en otros estados miembros por parte de los bancos y otras entidades financieras. También se recogía la necesidad de aplicar el principio de «trato nacional» de modo que todas las entidades, tanto nacionales como extranjeras, operando en un mismo mercado estuvieran sujetas a las mismas reglas de supervisión prudencial. Sin embargo, en la práctica, esta directiva apenas afectó al sector bancario, dado que aún existían importantes restricciones a la libre circulación de capitales, además de la obligación que tenían todas las sucursales de dotar un capital mínimo.

Con la adopción de la Primera Directiva de Coordinación Bancaria (77/780/CEE), por la que se establecen las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas referentes al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, se dio por primera vez una definición de institución de crédito como toda entidad «cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia». Esta directiva también realizó el primer esfuerzo para establecer el principio de supervisión y control por parte de la autoridad competente del país de origen. Sin embargo, tal y como apunta Dermine (2002), en la práctica una institución crediticia operando en varios estados miembros necesitaba una autorización de las autoridades de cada país de acogida y, en general, estaba sometida a un conjunto diferente de medidas de supervisión y control prudencial en cada uno de ellos.

Fue con la adopción de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, del 15 de diciembre de 1989 (89/646/CEE), cuando se dio un paso importante en el objetivo de crear un mercado bancario úni-

co. Inspirada en el Acta Única Europea, que enmendó el Tratado de Roma, esta directiva reemplazó la idea de una armonización detallada de la actividad bancaria mediante un enfoque reglamentista por un enfoque más pragmático, basado en la «armonización de lo esencial». Este nuevo enfoque buscaba establecer una serie de normas mínimas de supervisión prudencial que permitieran a los bancos europeos establecerse y competir en igualdad de condiciones dentro de la UE, a la vez que se asegurara la estabilidad y solvencia del sector bancario. Como derivación de una armonización suficiente, se trataba de lograr un reconocimiento mutuo de las autorizaciones y sistemas de control prudencial, permitiendo así la concesión de una autorización única. Esto significaba que toda entidad crediticia y ciertas instituciones financieras autorizadas a ejercer su actividad en su país de origen obtendrían una autorización o licencia bancaria única, que les permitiría prestar sus servicios en cualquier otro estado miembro de la UE sin necesidad de obtener una autorización adicional de las autoridades del país de acogida.

Asociada a la licencia bancaria única, se estableció una lista con las actividades concretas que podían llevar a cabo los bancos bajo un enfoque de banca universal (existente en países como Alemania y España), que incluía desde la captación de depósitos hasta operaciones de inversión ligadas al mercado de capitales (8). Junto a esto, esta directiva aplicaría, en materia de control, un marco regulador común de la supervisión prudencial y la solvencia bajo el principio de la supervisión por parte del estado miembro de origen (9). Esto aseguraba el hecho de que la misma autoridad que otorgaba la licencia bancaria única a

una entidad sería la que controlara y supervisara el ejercicio de su actividad, independientemente del lugar de operación.

Aunque los estados miembros podían establecer unas normas cautelares y de control por encima de los estándares europeos establecidos en la Directiva, ningún estado miembro tendría incentivo para hacerlo, ya que eso perjudicaría a las entidades nacionales que operasen en países con una legislación más laxa en condiciones de desventaja competitiva. De igual modo, la Segunda Directiva Bancaria (SDB) dio lugar a un proceso de desregulación competitiva en el rango de actividades bancarias que estaban permitidas en los diferentes estados miembros, lo cual llevaría a los países a converger hacia un modelo de banca universal.

Algunas de las medidas cautelares de supervisión prudencial recogidas en la SDB incluían el establecimiento de una dotación de capital de un mínimo de cinco millones de euros (10) y claras limitaciones en la participación accionarial de los bancos en sociedades no financieras de hasta el 15 por 100 de los recursos propios del banco y de hasta el 60 por 100 para el conjunto de todas las participaciones.

2. Normas cautelares y de supervisión

Era de esperar que la liberalización de los controles de capital y la aplicación del principio de mutuo reconocimiento incrementasen enormemente la actividad bancaria transfronteriza, lo cual traería consigo la intensificación de la competencia y que los bancos asumieran mayores riesgos con el objetivo de permanecer en el sector. Por ello, la SDB abogó

por la introducción de mayores medidas cautelares, la mejora de la transparencia en la contabilidad de los bancos y medidas para proteger a los consumidores de servicios financieros. Por ello, algunos autores han considerado la armonización bancaria en la UE como un movimiento hacia el aumento de las regulaciones impuestas sobre el sector.

Entre las medidas cautelares para mejorar la supervisión prudencial nos encontramos con la Directiva 83/350/CEE, posteriormente enmendada por la Directiva 92/30/CEE, que abogan por una vigilancia y supervisión con base en las cuentas consolidadas de las entidades de crédito y de los grupos bancarios, aunque la matriz no sea una entidad de crédito, sino un *holding* financiero de empresas. También se establece que cuando exista más de una autoridad competente para la vigilancia prudencial de las entidades de crédito y las empresas financieras, los estados miembros se verán obligados a organizar la coordinación entre ellas.

Asimismo, la Directiva 89/299/CEE, posteriormente enmendada por las directivas 91/633/CEE y 92/16/CEE, regula el funcionamiento de los fondos propios de las entidades crediticias. Éstos sirven para absorber las pérdidas no cubiertas por un volumen suficiente de beneficios, además de como criterio para evaluar la solvencia. La directiva proporciona una definición homogénea de los fondos propios, que se dividen en dos categorías en función de la calidad de los elementos: fondos propios de base (*tier-1 capital*), que incluyen principalmente capital suscrito por accionistas, reservas de capital y valores negociables de período indeterminado de maduración; mientras que los fondos propios complementarios

(*tier-2 capital*) comprenden elementos de los cuales pueden disponer las entidades de crédito por un período limitado de tiempo, como ocurre con los préstamos subordinados. Además se establece que los fondos propios no deben representar más del 100 por 100 de los fondos propios de base, y la inclusión de determinados elementos de los fondos complementarios, como los préstamos subordinados, no puede superar el 50 por 100 de los fondos propios de base.

Una medida complementaria a los fondos propios es el establecimiento del coeficiente de solvencia, que es el instrumento legal que asegura un grado suficiente de capitalización de las entidades de crédito (11). El coeficiente de solvencia se computa como el cociente entre los fondos propios y el valor ajustado a los riesgos de impago asociados a cada partida de su activo y a sus partidas fuera de balance. La Directiva 89/647/CEE establece una clara distinción entre el grado de riesgo asociado a los saldos acreedores particulares y las cuentas de orden, y a algunas categorías específicas de prestatarios. A su vez, se distingue entre la naturaleza y el origen de los prestatarios: bancos centrales y gobiernos centrales (que en el caso de los estados miembros estarían sujetos al 0 por 100), entidades crediticias y sector no bancario (que tendría una ponderación del 100 por 100). El coeficiente mínimo prescrito por la directiva es del 8 por 100 (12).

La Directiva 92/121/CEE regula la supervisión y el control de las operaciones de gran riesgo, que se caracterizan por sobrepasar el 10 por 100 del valor de los fondos propios de una entidad de crédito. Se fijan algunos límites, como son que una entidad de crédito no podrá contraer riesgos cuyo

valor total supere el 25 por 100 de sus fondos propios con un solo cliente o el 20 por 100 si la empresa es vinculada. El límite acumulado de grandes riesgos será del 800 por 100 de los fondos propios.

Las medidas cautelares y de supervisión presentadas hasta ahora tienen como objetivo el control de riesgo de crédito. Sin embargo, conforme ha ido avanzando el proceso de integración financiera en Europa, las entidades de crédito se han visto cada vez más envueltas en operaciones que conllevan riesgos de mercado no cubiertos por la directiva referente al coeficiente de solvencia. Ésta es la razón por la que se creó la Directiva 93/6/CEE, de adecuación de capital, que proporciona una cobertura adecuada de las posiciones de mercado asociada a operaciones con tipos de interés y con las cotizaciones de valores bursátiles, común a entidades de crédito y sociedades de inversión. Esta directiva trata de aportar un marco complementario para la supervisión de los riesgos de mercado, como son los riesgos de posición, de liquidación, de contraparte y de tipo de cambio, asociados con la recepción, transmisión y/o ejecución de las órdenes de inversión, así como de la gestión de carteras de inversión o de instrumentos financieros. Las autoridades competentes podrán permitir que las entidades de crédito calculen las exigencias de capital en lo que respecta a su cartera de negociación con arreglo a la Directiva 89/647/CEE, siempre que la cartera de valores de negociación no exceda normalmente del 5 por 100 (y en ningún caso del 6 por 100) de su actividad total, y el total de las posiciones de la cartera de negociación no exceda normalmente los quince millones de euros (y en ningún caso los veinte millones).

A través de la Directiva 2000/12/CE, la UE ha codificado en un único texto las principales directivas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, incluyendo así la Directiva 73/183/CEE, sobre supresión de las restricciones a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios en materia de actividades por cuenta propia de los bancos y otras entidades financieras; la Directiva 77/780/CEE, modificada por la Directiva 89/646/CEE, sobre la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas referentes al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio; la Directiva 89/299/CEE, relativa a los fondos propios de las entidades de crédito; la Directiva 89/646/CEE, para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio; la Directiva 89/647/CEE, sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito; la Directiva 92/30/CEE, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada, y la Directiva 92/121/CEE, sobre supervisión y control de las operaciones de gran riesgo de las entidades de crédito.

Conforme ha ido avanzando el proceso de integración financiera, también se ha dado un impulso importante a la concentración y consolidación en el sector financiero europeo a través de la formación de conglomerados financieros que cubren las actividades llevadas a cabo por el sector bancario, las compañías de seguros y las sociedades de inversión. Esto aumenta claramente los riesgos de sufrir episodios de crisis sistémicas en los mercados financieros. De ahí la necesidad de introducir la Directiva 2002/87/CE (considerada como una prioridad

esencial por el PASF), que propone una legislación cautelar específica para los conglomerados financieros, mediante la definición de métodos de cálculo de solvencia y de los fondos propios del grupo, con el fin de complementar la legislación cautelar sectorial aplicable a las entidades de crédito, las compañías de seguros y las sociedades de inversión.

3. Normas de contabilidad y transparencia en la información

Dado el aumento de la actividad bancaria transfronteriza como resultado de la liberalización de los movimientos de capitales y de la aplicación del principio de reconocimiento mutuo, las autoridades comunitarias se hicieron eco de la necesidad de conseguir una mayor comparabilidad entre las cuentas anuales y las cuentas consolidadas de las entidades bancarias en beneficio de acreedores, deudores y el público en general. Con la adopción de la Directiva 86/635/CEE sobre las cuentas anuales y las cuentas consolidadas de los bancos y de otras entidades financieras, se estableció un balance con idéntica estructura, contenido, nomenclatura y terminología para las partidas del balance de todas las entidades de crédito de la Comunidad. Esta directiva enmendaba la Cuarta Directiva 78/660/CEE y la Séptima Directiva 83/349/CEE (ambas sobre el derecho de sociedades), relativas a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad, pues éstas consideraban la posibilidad de que los estados miembros eximieran a los bancos, otras instituciones financieras y empresas de seguros de su ámbito de aplicación. A su vez, las directivas 94/8/CE y 99/60/CE modifican la Directiva 78/660/CEE

en lo relativo a la revisión de los importes expresados en ecus.

Junto a estas medidas, encontramos dos directivas que regulan las obligaciones contables de las sucursales bancarias. Así, la Directiva 89/117/CEE se refiere a las obligaciones en materia de publicidad de los documentos contables de las sucursales, establecidas en un estado miembro, de entidades de crédito y de entidades financieras con sede social fuera de dicho estado miembro. A su vez, la Undécima Directiva 89/666/CEE hace referencia a la publicidad de las sucursales constituidas en un estado miembro por determinadas formas de sociedades sometidas al derecho de otro estado. Estas directivas tratan de que las sucursales de entidades con sede social en otro estado miembro publiquen los documentos relativos a las cuentas anuales de sus establecimientos en su conjunto tal como hayan sido controlados y publicados por la sociedad, en lugar de separadamente.

Dentro del marco establecido por el PASF, la adopción de la Directiva 2001/65/CE, por la que se modifican las directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE y 86/635/CEE en lo que se refiere a las normas de valoración aplicables en las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedad, así como de los bancos y otras entidades financieras, ha permitido a éstas la aplicación del método contable del «valor razonable», que es el valor que normalmente se asimila al valor actual de un instrumento financiero en el mercado en comparación con su coste histórico.

Más recientemente, la Directiva 2003/51/CE ha enmendado las directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE y 91/674/CEE, sobre las

cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedades, bancos y otras entidades financieras y empresas de seguros, con el objetivo de armonizar las normas contables de aplicación a las sociedades no sujetas al Reglamento 1606/2002 (13). Esto se consigue mediante la aplicación de las normas internacionales de contabilidad a las empresas que conservan las directivas contables como legislación básica. A su vez, la Directiva 2006/43/CE hace referencia a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas, por la que se modifican las directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE y se deroga la Directiva 84/253/CEE, reforzando así el marco de protección contra los escándalos financieros mediante unas disposiciones que establecen la calidad, transparencia e independencia de los controles de calidad, junto con la aplicación de normas internacionales en materia de auditoría.

4. Medidas de protección de los consumidores

Conforme progresa el proceso de integración financiera, impulsado principalmente por los servicios mayoristas, el sector minorista está adaptándose también a las nuevas condiciones impuestas por el mercado único de servicios financieros que requieren un mayor nivel de protección de los consumidores. Conscientes de esto, y del hecho de que la creación de un mercado común de crédito al consumo traería grandes beneficios por igual a los prestamistas, a los fabricantes, a los mayoristas y minoristas, así como a los proveedores de servicios, las autoridades comunitarias propusieron las directivas 87/102/CEE y 90/88/CEE, que tenían por objeto aproximar las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los

estados miembros relativos al crédito al consumo para proteger al consumidor contra las condiciones abusivas de crédito. Estas directivas tratan de asegurar que el consumidor reciba información adecuada sobre las condiciones y el coste del crédito, y sobre sus obligaciones. Dicha información debe incluir el porcentaje anual de cargas financieras por el crédito (que se define como el porcentaje de los costes totales del crédito sobre el montante total de créditos recibido, expresado en porcentajes anuales) o, en su defecto, el importe total que el consumidor tiene que pagar por el crédito. La Directiva 90/88/CEE proporciona una única fórmula matemática de cálculo del porcentaje anual de cargas financieras para el conjunto de la Comunidad, y determina los componentes del coste del crédito a utilizar para su cálculo, mientras que la Directiva 98/7/CE aporta algunas precisiones adicionales relativas al cálculo de dicho porcentaje.

Por su parte, la Directiva 93/13/CEE define las cláusulas abusivas en todos los contratos celebrados con consumidores, incluyendo los contratos asociados a productos financieros. Esta directiva define un contrato abusivo como aquél que establece unas condiciones en claro detrimento del consumidor. Más reciente es la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los contratos de crédito a los consumidores, por la que se modifica la Directiva 93/13/CEE [COM(2002)443]. Con esta propuesta, la Comisión trata de establecer las condiciones idóneas para alcanzar un auténtico mercado interior, garantizar un nivel elevado de protección de los consumidores y aumentar la transparencia de la normativa comunitaria refundiendo las tres directivas anteriores en un solo texto (14).

Esto debe traer importantes beneficios para los consumidores, que experimentarán un descenso de los tipos de interés debido al incremento de la competencia y a la apertura de los mercados nacionales a los prestamistas extranjeros. Esta directiva también establece la necesidad de suministrar una serie de informaciones obligatorias de carácter precontractual, con el objeto de que el consumidor pueda comparar las distintas ofertas, y una información contractual que incluirá el importe total del crédito, el tipo de interés anual efectivo global, la duración y los gastos asociados al crédito solicitado.

En cuanto a la legislación comunitaria sobre contratos a distancia en materia de servicios financieros, encontramos la Directiva 2002/65/CE relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, que se aplica a los servicios bancarios, de seguros y de inversión, incluidos los fondos de pensiones negociados por algún medio a distancia (teléfono, fax o internet) donde no existe una presencia física simultánea de las partes del contrato. Su principal objetivo es proporcionar una mayor protección al consumidor en el momento de negociar y celebrar contratos con un proveedor establecido en otro estado miembro. Esta directiva modifica la Directiva 90/619/CEE, derogada por la Directiva 2002/83/CE relativa a los seguros de vida, la Directiva 98/27/CE relativa a las acciones de cesación, y la Directiva 97/7/CE, que, en su ámbito de aplicación, no cubría los servicios financieros.

Una medida directa para proteger a los depositantes cuando exista indisponibilidad de depósitos es la Directiva 94/19/CE, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, que busca mantener la

confianza del depositante, garantizándose así la estabilidad del sistema bancario en su conjunto. Esta directiva establece que los sistemas de garantía de depósitos oficialmente reconocidos en un estado miembro cubrirán también a los depositantes de sucursales situadas en un estado miembro que no sea el del domicilio social de la entidad de crédito, asegurándose de este modo un nivel mínimo armonizado de garantía de depósitos, independientemente del lugar de la UE en que éstos estén ubicados. El nivel mínimo armonizado de garantía cubierto por la directiva será de 20.000 euros, y el porcentaje mínimo cubierto será del 90 por 100 de los depósitos agregados de cada depositante con el límite de 20.000 euros.

Una medida considerada como una prioridad esencial por el PASF ha sido la Directiva 2001/24/CE, del Parlamento Europeo y el Consejo, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito. En caso de quiebra de una entidad de crédito con sucursales en otros estados miembros, se trata de garantizar la aplicación de un procedimiento único de liquidación para todos los acreedores e inversores de la Comunidad. Para ello, la liquidación y el saneamiento de una entidad de crédito se llevarán a cabo mediante un procedimiento de insolvencia único incoado en el estado miembro donde la entidad tenga su domicilio social, respetando así el principio del control del país de origen introducido en la SDB, y posteriormente recogido en la Directiva 2000/12/CE, de codificación. Esta medida ha sido fundamental para evitar que, en caso de quiebra, se puedan plantear conflictos de competencias entre autoridades de varios estados miembros, ayudando a garantizar un trato de igualdad para todos los acreedores, independientemente de su residencia.

5. Medidas para luchar contra el fraude y la falsificación de medios de pago

Con la introducción del euro y el avance del proceso de integración financiera, las autoridades comunitarias se han hecho eco de la necesidad de potenciar la prevención y la lucha contra la delincuencia organizada en el sector financiero, que abarca el blanqueo de dinero, el fraude financiero y la falsificación del euro, a veces con miras a financiar el terrorismo internacional. La legislación actual en esta materia la forman esencialmente tres directivas: 91/308/CEE, 2001/97/CE y 2005/60/CE. Todas ellas tienen como objetivo mejorar el intercambio de información y la cooperación internacional con el fin de evitar que se use el sistema financiero para cometer fraude. La tercera directiva, relativa al blanqueo de capitales, hace especial énfasis en la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo. Para ello se introducen una serie de medidas como la prohibición de que las entidades de crédito y otros establecimientos financieros abran cuentas o libretas de ahorro anónimas o la creación de unidades de información financiera en los estados miembros con el fin de analizar y comunicar a las autoridades competentes la información existente en relación con un posible caso de blanqueo de capitales o de financiación del terrorismo. Una medida adicional ha sido la Directiva 2000/35/CE, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, en pos de respetar los plazos de pago en las transacciones comerciales, ya que los retrasos de pago llevan aparejados importantes costes adminis-

trativos y financieros que suponen un claro obstáculo para los intercambios transfronterizos.

Estas medidas han sido completadas por el Reglamento 1889/2005, relativo a los controles de la entrada o salida de dinero efectivo de la Comunidad, y por la Decisión Marco del Consejo, de 28 de mayo de 2001, relativa a la lucha contra el fraude y la falsificación de los medios de pago distintos del efectivo. El Reglamento trata de prevenir el blanqueo de capitales mediante una cooperación aduanera eficaz. Para ello, se establece que toda persona física que entre o salga de la Comunidad con un importe de dinero efectivo igual o superior a 10.000 euros estará en la obligación de declarar dicho importe a las autoridades competentes.

6. Medidas para mejorar el funcionamiento de los sistemas de pago

En materia de sistemas de pago, la Directiva 97/5/CE establece las exigencias mínimas de información y ejecución para las transferencias transfronterizas en las divisas de los estados miembros y en euros, cuyo importe no sobrepase los 50.000 euros. La Directiva obliga a las entidades a poner a disposición de sus clientes la información sobre las condiciones aplicables a las transferencias transfronterizas (comisiones y tipo de cambio utilizado en la conversión), además de establecer las obligaciones para la entidad del ordenante que acepta la orden de pago, o entidad intermediaria elegida por la entidad del beneficiario, en caso de que haya algún problema en la ejecución de la transferencia. Por lo tanto, esta medida encaminada a armonizar el funcionamiento de los sistemas de pago trata de favorecer unas

transferencias rápidas, fiables y menos costosas en toda la Unión Europea.

Esta medida ha sido completada por el Reglamento 2560/2001, sobre los pagos transfronterizos, que incluye no sólo las transferencias transfronterizas sino también las operaciones de pago electrónico y los cheques transfronterizos. Este reglamento busca la no discriminación, a través de la aplicación de las mismas tarifas, entre los pagos transfronterizos en euros efectuadas en el interior de un estado miembro y los efectuados entre dos estados miembros diferentes. Estas normas son únicamente aplicables a los pagos transfronterizos por un importe máximo de 50.000 euros (12.500 hasta el 31 de diciembre de 2005) efectuados dentro de la Comunidad por toda entidad autorizada para realizar pagos transfronterizos, quedándose fuera del ámbito de aplicación los cheques. En pos de alcanzar unos mercados minoristas abiertos y seguros, la Comisión también lanzó, dentro del marco establecido por el PASF, la Comunicación relativa a los pagos de poca cuantía y poco onerosos en el mercado interior [COM(2000)36], tratando de acercar los gastos asociados a pagos transfronterizos a los correspondientes a los pagos nacionales.

La Directiva 98/26/CE, relativa a la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, y que aparece recogida en el PASF, establece una normativa común para proteger a los participantes en estos sistemas en caso de que se produzca la insolvencia de un participante. Para ello se establece que las órdenes de transferencia y la compensación se puedan exigir legalmente, las órdenes de transferencia no puedan revocarse una vez cursa-

das al sistema y la insolvencia de un participante no pueda tener efectos retroactivos. Esta medida se ha considerado vital para el funcionamiento eficaz de los sistemas transfronterizos de pago y liquidación de valores, lo cual ha facilitado la libre circulación de capitales y la prestación de servicios financieros en toda la Unión Europea (15).

Junto a estas medidas está la Directiva 2002/65/CE, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores de servicios bancarios, de seguros y de inversión, que trata de reforzar la protección de éstos, y la Recomendación 87/598/CEE, relativa a un código europeo de conducta en materia de pagos electrónicos, que busca la normalización de los sistemas de tarjetas de pago de modo que se garantice el libre acceso de todos los titulares de tarjetas a las diferentes redes de distribución. Por último, la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre servicios de pago en el mercado interior, por la que se modifican las directivas 97/7/CE, 2000/12/CE y 2002/65/CE [COM(2005)603], persigue la creación de un mercado único de pagos europeos para 2010 similar a los mercados de pagos nacionales actuales.

Una norma prevista en el PASF, que ha impulsado enormemente la prestación transfronteriza de servicios financieros al por menor a través del comercio electrónico, ha sido la Directiva 2000/28/CE, que ha permitido la inclusión de los establecimientos de dinero electrónico dentro del campo de aplicación de la Directiva 2000/12/CE, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (16). A su vez, la Directiva 2000/46/CE proporciona el marco legal sobre el acceso a la

actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como la supervisión cautelar de dichas entidades, permitiendo a las no bancarias emitir dinero electrónico siempre que se haga con carácter no profesional. Puesto que la actividad de estos establecimientos consiste únicamente en la transformación de una forma de dinero en otra, la directiva considera esta nueva forma de pago de manera neutra, sometiendo a los establecimientos de dinero electrónico a unas obligaciones menos arduas que las que incumben a los bancos. Así, por ejemplo, estas entidades no tienen la obligación de aplicar la legislación en materia de garantía bancaria, ya que los fondos recibidos no son considerados como depósitos, y el régimen de vigilancia cautelar establece unas exigencias en materia de capital mínimo inicial de sólo un millón de euros frente a los cinco millones de euros para los bancos, y de fondos propios de sólo el 2 por 100 de los compromisos financieros vinculados al dinero electrónico en circulación (17).

Una última medida, también introducida dentro del PASF, es la Directiva 2002/47/CE sobre acuerdos de garantía financiera, que trata de facilitar a los estados miembros la aplicación de un marco común de validez y ejecutabilidad de las garantías asociadas a transacciones internacionales de valores, lo cual reportará mayor confianza al inversor, y una mayor integración y eficiencia de los mercados financieros. No obstante, esta directiva sólo cubre aquellas transacciones donde la garantía financiera sea o bien dinero en efectivo o instrumentos financieros muy líquidos, como valores negociables, excluyendo así elementos como la propiedad inmobiliaria o comercial.

7. Medidas para armonizar la actividad de instituciones financieras no bancarias

Como es bien conocido (18), la SDB otorgó el pasaporte o licencia única para prestar servicios financieros en otros estados miembros mediante un criterio basado en la definición institucional, y no con base en las actividades llevadas a cabo por una entidad, puesto que la SDB es aplicable únicamente a las instituciones cuya definición entra dentro del ámbito de aplicación de la Primera Directiva de Coordinación Bancaria. Una vez obtenida la licencia por parte de la entidad, ésta podía realizar todas las actividades recogidas en el anexo I de la SDB, que incluía desde la captación de depósitos hasta operaciones de inversión ligadas al mercado de capitales. Esta combinación beneficiaba claramente a aquellos países con un sistema de banca universal. De modo que en aquellos países, como el Reino Unido, donde existía una clara segmentación entre la actividad comercial de los bancos (basada en la captación fondos y la concesión de préstamos) y la actividad realizada por sociedades de inversión ligadas al mercado de capitales, estas últimas se encontraban en una situación claramente de desventaja, al no poder disfrutar de los beneficios del principio de reconocimiento mutuo.

Con el fin de proporcionar un «campo de juego nivelado» para entidades bancarias y no bancarias que prestan servicios de inversión, las autoridades comunitarias extendieron el principio de reconocimiento mutuo a las sociedades de inversión no bancarias de dos formas. Por un lado, permitiendo la creación de sociedades subsidiarias no bancarias, y por otro, a través de la introducción de directivas aplicables a las sociedades de inversión y a los or-

ganismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

7.1. Sociedades de Inversión

La Directiva 93/22/CEE, relativa a los servicios de inversión en el campo de los valores negociables, sigue la filosofía de la SDB en tanto en cuanto combina los principios de «armonización de lo esencial», de reconocimiento mutuo y de supervisión por parte de las autoridades del estado miembro de origen. Por lo tanto, en virtud de la licencia única, las empresas de inversión autorizadas en su país de origen a prestar servicios de inversión también podrán hacerlo en otros estados miembros a través de la apertura de una sucursal, o en régimen de prestación de servicios sin contar con una sucursal. La supervisión cautelar de las empresas de inversión se efectuará por las autoridades competentes del estado miembro de origen, aunque en materia de la observancia de las normas de conducta serán las autoridades competentes del país de acogida las que actúen basándose en el principio del interés general (19). Esta directiva supuso un importante avance en la integración financiera paneuropea, ya que liberalizó el acceso de las sociedades de inversión no bancarias a las bolsas de valores y a los mercados de instrumentos financieros transfronterizos.

Esta directiva fue acompañada por la Directiva 93/6/CEE, de adecuación de capital de sociedades de inversión y entidades de crédito, que proporciona el marco para la evaluación de los riesgos de mercado a los que se enfrentan las entidades de crédito y las sociedades de inversión, tratando de aportar una cobertura adecuada de los riesgos de posición, de liquidación de contraparte y de tipo

de cambio asociados con la recepción, transmisión y/o ejecución de las órdenes de inversión, así como de la gestión de carteras de inversión o de instrumentos financieros. Esta directiva establece un capital mínimo de 125.000 euros para las sociedades de inversión que presten dichos servicios y que tengan en depósito los fondos y/o los valores de sus clientes, y de 730.000 euros para las demás sociedades de inversión. Asimismo, se dota de un marco para la supervisión de las sociedades de inversión sobre una base consolidada idéntico al que regula la supervisión de las entidades de crédito, y para el seguimiento y control de las operaciones de gran riesgo (20).

Con el fin de adecuar la legislación sobre el capital de los bancos y otras instituciones de inversión a las nuevas disposiciones desarrolladas por el Comité de Basilea, formado por los países del G-8, la Comisión ha introducido dentro del PASF la Directiva 2006/48/CE, que constituye una refundición de la Directiva 2000/12/CE, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, además de la Directiva 2006/49/CE sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, que refunde a su vez la Directiva 93/6/CEE. Esta directiva garantiza, por lo tanto, que se aplique dentro de toda la UE el nuevo marco internacional relativo a las exigencias de capital adoptado por el Comité de Basilea sobre control bancario, denominado Acuerdo de Basilea II, a la vez que establece una nueva serie de requisitos en materia de cooperación e intercambio de información entre las autoridades de supervisión competentes (21). Estas directivas contribuirán a dotar de un «campo de juego nivelado» a todas las entidades

de crédito y sociedades de inversión en el área de la supervisión cautelar.

Por su parte, la Directiva 97/9/CE, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores, exige a los estados miembros la implantación de, al menos, un sistema de indemnización de los inversores con el objetivo de proteger a éstos cuando una empresa de inversión sea incapaz de cumplir sus obligaciones. El nivel mínimo de indemnización por inversor es, en principio, de 20.000 euros, y el porcentaje mínimo cubierto será del 90 por 100 de las pérdidas, con el límite de 20.000 euros. Por lo tanto, solamente los pequeños inversores se beneficiarían de estos sistemas de indemnización. No obstante, los estados miembros están autorizados a proporcionar una cobertura más elevada si así lo desean (22).

Con el fin de preservar la integridad de un incipiente mercado único de valores mobiliarios y aumentar la confianza de los inversores en el nuevo entorno caracterizado por la continua aparición de nuevos productos y nuevas tecnologías, la intensificación de las operaciones transfronterizas y la internacionalización de los mercados financieros, la Directiva 2003/6/CE (prevista en el PASF), relativa a las operaciones con información privilegiada y a la manipulación del mercado, ha introducido una serie de medidas que ayudarán a combatir el abuso de mercado (23), a la vez que se garanticen unas condiciones de competencia equitativas para todos los protagonistas económicos de los estados miembros. El ámbito de aplicación de la directiva lo forman los mercados regulados, y cualquier otro tipo de mercado donde se puedan efectuar operaciones con información privilegiada o manipulaciones del

mercado asociadas a instrumentos financieros negociados en mercados regulados. Las directivas 2003/124/CE y 2003/125/CE desarrollan la Directiva 2003/6/CE en lo referente a la definición y revelación pública de la información privilegiada y a la definición de la manipulación del mercado, y en lo relativo a la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y revelación de conflictos de interés, respectivamente. A su vez, el Reglamento 2273/2003 desarrolla la directiva de abuso de mercado en lo relativo a las exenciones para los programas de recompra de acciones propias y para la estabilización de instrumentos financieros.

Otros dos elementos clave del PASF para la consecución de un mercado mayorista único en la UE son la Directiva 2003/71/CE, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores mobiliarios, y la Directiva 2004/109/CE, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado. La primera tiene por objeto la armonización de los requisitos relativos al establecimiento, a la aprobación y a la difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores mobiliarios o de admisión a cotización de tales valores mobiliarios en un mercado regulado situado, o que opere, en el territorio comunitario. Para ello, se trata de garantizar que todos los folletos emitidos dentro de la UE contengan información clara y completa, potenciando la mayor accesibilidad via Internet. De esta forma, esta directiva, que sustituye a la Directiva 2001/34/CE sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos

valores, establece una verdadera licencia única para los emisores de valores mobiliarios de la Unión Europea.

Por su parte, la Directiva 2004/109/CE impone la obligación de información precisa y regular a los emisores de valores mobiliarios con el fin de garantizar la transparencia y la protección de los inversores, además de la eficacia de los mercados de valores mobiliarios admitidos a negociación en un mercado regulado. La información periódica referente a la situación financiera del emisor y de las empresas que controla incluye el informe financiero anual, el informe financiero semestral del emisor de acciones u obligaciones y las declaraciones intermedias de la gestión. La exigencia de utilización de una lengua común también contribuirá a reforzar la transparencia de la información aportada.

7.2. *Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)*

Un primer paso para conseguir la armonización de las legislaciones de los estados miembros en materia de fondos de inversión fue dado con la adopción de la Directiva 85/611/CEE, que coordina las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados OICVM, cuya principal actividad consiste en invertir en valores mobiliarios transferibles e instrumentos del mercado monetario adquiridos por inversores individuales con el objetivo de diversificar riesgos. Los fondos de inversión de estos organismos están formados por participaciones que pueden adquirirse de nuevo por el fondo o ser reembolsadas a cargo de los activos de estos organismos. Los OICVM pueden ser de tipo contractual, esto es, fondos comunes de inversión gestio-

nados por una sociedad de gestión, o alternativamente adoptar la forma estatutaria de sociedad de inversión. En virtud del principio de reconocimiento mutuo, todo fondo OICVM que obtenga la autorización oficial previa expedida por las autoridades competentes del estado miembro de origen, estará autorizado a comercializar sus fondos en cualquier otro estado miembro. No obstante, los fondos OICVM que así lo hicieran tendrán que comunicarlo a las autoridades competentes del estado de acogida mediante la entrega de los folletos completo y simplificado. Una limitación adicional es que las autoridades del país de acogida tendrán potestad para regular las disposiciones establecidas referentes a la comercialización, suscripción y nueva compra de participaciones del OICVM en su territorio. Esta directiva también establece los requisitos en materia de fondos propios, de control del riesgo global del fondo (que en ningún caso podrá ser mayor que el valor total de su cartera), y de información a los partícipes del fondo y a las autoridades de supervisión (24).

Con el fin de dar un impulso adicional a la creación de un espacio paneuropeo para los inversores, el PASF contempló la introducción de las directivas 2001/107/CE y 2001/108/CE, que modifican la Directiva 85/611/CEE, relativa a los OICVM. Por un lado, la Directiva 2001/107/CE otorgó a las sociedades de gestión, aunque no sin ambigüedades, el pasaporte único, a la vez que les permitió ofrecer servicios individuales de gestión de cartera. También se hizo un esfuerzo para mejorar la transparencia mediante la introducción de folletos simplificados. Por otro lado, la Directiva 2001/108/CE contribuyó a la eliminación de algunos obstáculos a la comercialización transfronteriza de los OICVM mediante

la ampliación de la gama de productos que pueden ser gestionados por estos fondos de inversión, que pasó a incluir, entre otros valores mobiliarios, instrumentos del mercado monetario, activos líquidos financieros y derivados (25). Junto a estas medidas, la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo de 30 de marzo de 2004, titulada «Normativa aplicable a los depositarios de OICVM en los estados miembros: estudio y posible evolución» [COM(2004)207], trata de armonizar las normativas nacionales aplicables a los depositarios encargados de custodiar activos por cuenta de los inversores en OICVM, intentando garantizar un elevado nivel de protección de los inversores en toda la Unión Europea.

7.3. *Medidas adicionales sobre servicios de inversión dentro del PASF*

La introducción de la Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE y la Directiva 2000/12/CE y se deroga la Directiva 93/22/CEE a partir del 1 de noviembre de 2007 (véase Directiva 2006/31/CE), ha supuesto un importante avance en el proceso de integración de los mercados financieros, al reforzar el marco legislativo comunitario de los servicios de inversión y de los mercados regulados, tratando de crear un único marco regulador europeo para los valores mobiliarios (26). Para conseguir la armonización de las normas que regulan los servicios de inversión y el funcionamiento de las bolsas, esta directiva establece en su anexo la lista de los servicios y actividades de inversión, actividades auxiliares e instrumentos financieros, junto con las categorías de clientes considerados como profesionales. Los mayores

requisitos de transparencia antes de la negociación, que conllevan la obligación de indicar los precios de compra o venta a sus clientes, tienen como objetivo garantizar la protección de los inversores, a la vez que se preserva la integridad de los mercados financieros.

En esta misma línea encontramos la Directiva 2003/41/CE, relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo, que introduce un marco regulador común que abarca la autorización para operar en otros estados miembros, las obligaciones de información y transparencia, y las normas referentes a los activos y pasivos de estos fondos (27). Por su parte, la Directiva 2003/48/CE, relativa a la fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses, trata de eliminar las disparidades entre los distintos regímenes fiscales del ahorro privado, que han supuesto un claro obstáculo a la libre circulación de capitales y a la libre prestación de servicios financieros en la Unión Europea.

Finalmente, y dada la rápida evolución de los mercados financieros, la Comisión ha introducido, en noviembre de 2006, el *Libro blanco sobre la mejora del marco del mercado único de fondos de inversión* [COM(2006)686], que trata de hacer frente a los nuevos retos planteados mediante la simplificación del entorno jurídico y operativo de los fondos de inversión, con el objetivo de mejorar y hacer más segura la participación de los inversores en estos mercados.

7.4. *Medidas para armonizar la actividad de empresas de seguros*

En materia de mediación en los seguros, la Directiva 2002/92/CE,

prevista en el PASF, introduce un marco regulador común para facilitar, por parte de los mediadores de seguros, la colocación transfronteriza en el mercado de pólizas de seguros, reforzando a su vez la protección de los consumidores. En cuanto a los seguros distintos de los de vida, la Directiva 88/357/CEE estableció las disposiciones destinadas a facilitar el ejercicio efectivo de la libre prestación de servicios, y la Directiva 92/49/CEE instauró el sistema de licencia única para las empresas de seguros que quisieran abrir sucursales y operar en régimen de libre prestación de servicios bajo el control de la autoridad del estado miembro de origen. Más recientemente, las directivas 2002/12/CE y 2002/13/CE, recogidas en el PASF, han modificado la Directiva 73/239/CEE en lo que respecta a los requisitos del margen de solvencia de las empresas de seguros de vida y de las empresas de seguros distintos del seguro de vida, respectivamente, ambas con el fin de mejorar la protección de los consumidores en el mercado único.

En lo referente al seguro de vida, la Directiva 2002/83/CE ha refundido en un texto único y coherente todas las directivas vigentes, incluyendo así las directivas 79/267/CEE, 90/619/CEE, 92/96/CEE, 95/26/CE y 2000/64/CE, con el objetivo de simplificar la legislación relativa a la vigilancia del sector, la solvencia de las compañías de seguros y la libre prestación de servicios de seguro de vida en toda la UE. A su vez, la Directiva 2005/68/CE ha modificado las directivas 73/239/CEE y 92/49/CE, 98/78/CE y 2002/83/CE, con el fin de aportar un marco normativo armonizado para el reaseguro que reducirá los costes administrativos ocasionados por la disparidad de normas nacionales.

Otra legislación que afecta a las empresas de seguros son la Directiva 87/343/CEE relativa al seguro de crédito y al seguro de caución; la Directiva 87/344/CEE, sobre la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro de defensa jurídica; la Directiva 91/674/CEE, relativa a las cuentas anuales y las cuentas consolidadas; la Directiva 98/78/CE, relativa a la supervisión adicional de las empresas de seguros y de reaseguros que formen parte de grupos de seguros o de reaseguros; la Directiva 98/29/CE, relativa a la armonización de las disposiciones principales sobre el seguro de crédito a la exportación para operaciones con cobertura a medio y largo plazo, y la Directiva 2001/17/CE, relativa al saneamiento y a la liquidación de las compañías de seguros.

8. Medidas para crear un marco seguro y transparente para las reestructuraciones transfronterizas

Durante los últimos años, el sector financiero se encuentra inmerso en una amplia reestructuración que conlleva procesos de concentración, adquisiciones, ofertas públicas de adquisición, etc. Conscientes de este hecho, las autoridades comunitarias propusieron varias medidas dentro del PASF que pudieran garantizar un marco seguro y transparente para este proceso de reestructuración, a la vez que se respetara el principio de no discriminación a la hora de aplicar las medidas cautelares oportunas en dicho proceso. Por un lado, la Directiva 2004/25/CE, relativa a las ofertas públicas de adquisición, trata de proporcionar una base jurídica clara y transparente que impida que las reestructuraciones transfronterizas de empresas en la UE se vean distor-

sionadas por disparidades arbitrarias en materia de gestión empresarial entre estados miembros. En esta misma línea está el Reglamento 2157/2001 del Consejo, por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea, que tiene por objeto crear una estructura jurídica facultativa que permita a las sociedades llevar a cabo sus operaciones a escala europea dentro de un marco de protección único y racional. A su vez, la Directiva 2001/86/CE, por la que se completa el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea en lo que respecta a la implicación de los trabajadores, clarifica el ámbito de participación de los trabajadores en materia del gobierno de la empresa. Ambas medidas refuerzan la protección de los accionistas minoritarios europeos ante los cambios de control en las sociedades cotizadas y mejoran la organización de las estructuras jurídicas de las sociedades europeas.

Por su parte, la Directiva 2005/56/CE, relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital, ofrece un marco cautelar seguro para las autoridades de supervisión con el fin de facilitar que las empresas puedan realizar concentraciones internacionales, evitando que consideraciones cautelares no especificadas en la Directiva constituyan un obstáculo real o potencial para que dicho proceso de reestructuración tenga lugar. Por último, en la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo «Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la UE - Un plan para avanzar» [COM(2003)284], se propone una revisión de las prácticas de gobierno de empresas dentro de la UE con el objetivo de detectar y eliminar los obstáculos jurídicos o administrativos que generan diferencias en los regímenes de gobierno de las empresas.

V. ¿Y QUÉ VIENE DESPUÉS DEL PASF?

En el *Libro blanco sobre la política de los servicios financieros 2005-2010*, del 1 de diciembre de 2005 [COM(2005)629], se exponen las prioridades de la Comisión Europea en materia de política de los servicios financieros desde 2005 hasta 2010, con el objeto de completar los progresos considerables alcanzados por la aplicación del PASF y eliminar los obstáculos que aún existen, principalmente en el sector minorista. Esto permitirá aprovechar el potencial inexplorado de crecimiento económico y empleo que aún ofrece el sector de los servicios financieros de la UE. Así lo pone de manifiesto un estudio encargado por la Comisión Europea a London Economics (2002) en colaboración con Pricewaterhouse Coopers y Oxford Economic Forecasting, donde se estima que la integración de los mercados financieros europeos producirá unos beneficios elevados para empresas, inversores y consumidores. Por un lado, las tasas de crecimiento económico en la UE se incrementarán anualmente en 1,1 puntos porcentuales durante la próxima década; el empleo lo hará en 0,5 puntos porcentuales, y las empresas verán abaratado su coste de financiación (0,5 por 100 para el coste del capital y 0,4 por 100 para el coste de la deuda). Por otro, los inversores podrán obtener unos rendimientos mayores por sus ahorros al poder diversificar mejor el riesgo entre un número mayor de mercados y productos financieros, y los consumidores dispondrán de un abanico más amplio de productos ofrecidos por un mercado financiero paneuropeo.

Para conseguir estos beneficios inexplorados, la Comisión considera fundamental reforzar

los mecanismos de control de la aplicación efectiva de la legislación comunitaria, lo cual hace más necesaria que nunca una mayor colaboración entre los estados miembros. Para ello, la Comisión realizará anualmente un informe de los servicios financieros explicando el estado general de la transposición de las directivas recogidas en el PASF. En el cuadro número 2 se presenta la última matriz de transposición del PASF a fecha de 15 de julio de 2007, donde se pueden apreciar los importantes avances que se han producido en materia de armonización de los servicios financieros. Con la excepción de la Directiva 2004/109/CE, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, y la Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros, las tasas de transposición son muy elevadas, incluso para los doce nuevos estados miembros de la Unión Europea.

Dado el continuo proceso de internacionalización, desintermediación, globalización e innovación financiera al que están expuestos los mercados financieros, la Comisión Europea es consciente de que aún quedan tareas pendientes, en materia de regulación y control de los servicios financieros, para completar la consecución del mercado único de servicios financieros de acuerdo con el marco de acción establecido en el PASF. Para ello, la Comisión ha extendido el enfoque de regulación del sector de los valores constituido por los cuatro niveles preconizados por el informe del Comité de Sabios de 2001, también conocido por Comité Lamfalussy (28), a los sectores de entidades de crédito, seguros, pensiones y fondos de inversión. Así, la Direc-

tiva 2005/1/CE modifica las directivas 73/239/CEE, 85/611/CEE, 91/675/CEE, 92/49/CEE y 93/6/CEE del Consejo y las directivas 94/19/CE, 98/78/CE, 2000/12/CE, 2001/34/CE, 2002/83/CE y 2002/87/CE del Consejo y del Parlamento, a fin de establecer esta nueva estructura organizativa de los comités de servicios financieros. Junto a esta medida, en el plano bancario se han creado recientemente el Comité Bancario Europeo (Decisión 2004/10/CE) y el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (Decisión 2004/5/CE), que, como órganos consultivos, participan en la elaboración y aplicación de las medidas de ejecución de los principios marco definidos por las directivas y reglamentos. La creación de estos comités de supervisión y normativos tiene como objetivo concretar la realización del mercado único de servicios financieros de acuerdo con el marco elaborado por el PASF. El Comité Bancario Europeo aconseja a la Comisión e interviene en materia de legislación relativa a entidades de crédito y de inversión, mientras que el Comité de Supervisores Bancarios Europeos se encarga de supervisar que exista una aplicación coherente de la legislación bancaria europea, la convergencia de las prácticas de supervisión y una cooperación e intercambio de información entre supervisores bancarios europeos.

Dentro de este conjunto de medidas, la Comisión se ha propuesto realizar un mayor esfuerzo para: 1) clarificar y optimizar las responsabilidades de las autoridades competentes del Estado miembro de origen y de acogida, a la vez que se garantiza un mayor grado de coordinación y transparencia y una cooperación más coherente entre ambas; 2) desarrollar la cooperación intersectorial en materia de regulación,

CUADRO N.º 2

ESTADO DE TRANSPOSICIÓN DE LAS DIRECTIVAS DEL PASFA FECHA DE 15/07/2007

Acción	Directiva	Fecha límite de transposición	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	EL	ES	FI	FR	HU	IE	IT	LT	LU	LV	MT	NL	PL	PT	RO	SE	SI	SK	UK	Tasa de transposición por Directiva (porcentaje)	
Directiva sobre el acceso a la actividad y su ejercicio así como la supervisión cauteriar de las entidades de dinero electrónico	2000/46/CE	27/04/2002	SI	SI	NE	SI	96																								
Directiva relativa al intercambio de información con terceros países	2000/64/CE	17/11/2002	SI	SI	NE	SI	NE	SI	SI	SI	SI	SI	93																		
Directiva relativa al saneamiento y a la liquidación de las compañías de seguros	2001/17/CE	20/04/2003	SI	100																											
Directiva relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales	2001/97/CE	15/06/2003	SI	100																											
Directiva OICVM I	2001/107/CE	13/08/2003	SI	100																											
Directiva OICVM II	2001/108/CE	13/08/2003	SI	100																											
Directiva que modifica los requisitos del margen de solvencia de las empresas de seguros de vida	2002/12/CE	20/09/2003	SI	SI	NE	SI	NE	SI	SI	SI	SI	93																			
Directiva que modifica los requisitos del margen de solvencia de las empresas de seguros distintos de los de vida	2002/83/CE	21/09/2003	SI	SI	NE	SI	NE	SI	SI	SI	SI	93																			
Directiva sobre acuerdos de garantía financiera	2002/47/CE	27/12/2003	SI	100																											
Directiva relativa a las normas de valoración aplicables en las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedad, así como de los bancos y otras entidades financieras	2001/65/CE	01/01/2004	SI	100																											

CUADRON.º 2 (conclusión)

ESTADO DE TRANSPOSICIÓN DE LAS DIRECTIVAS DEL PASFA FECHA DE 15/07/2007

Acción	Directiva	Fecha límite de transposición	Países																											Tasa de transposición por Directiva (porcentaje)
			AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	EL	ES	FI	FR	HU	IE	IT	LT	LU	LV	MT	NL	PL	PT	RO	SE	SL	SK	UK	
Directiva relativa al folleto	2003/71/CE	01/07/2005	SI	SI	100																									
Directiva relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo	2003/41/CE	23/09/2005	SI	SI	96																									
Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición	2004/25/CE	20/05/2006	SI	NE	NE	SI	NP	SI	SI	NP	SI	SI	SI	SI	NE	SI	SI	SI	SI	SI	SI	NP	SI	SI	NE	SI	SI	SI	70	
Directiva relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio	2006/48/CE	31/12/2006	SI	NP	SI	SI	NP	SI	NE	SI	NC	NC	SI	SI	NP	SI	SI	NP	SI	NP	SI	SI	SI	SI	SI	SI	NE	SI	67	
Directiva sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito	2006/49/CE	31/12/2006	SI	NP	SI	SI	SI	SI	NE	SI	NC	NC	SI	SI	NP	SI	SI	NE	NP	SI	NP	SI	SI	SI	SI	SI	NE	SI	67	
Directiva sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado	2004/109/CE	20/01/2007	NE	NP	NE	NC	NC	NE	NE	NC	NE	NP	NE	NC	NE	NC	NE	NC	NE	NC	NE	NP	NC	NC	NE	NC	NE	NE	0	
Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros	2004/39/CE	31/01/2007	NC	NE	NE	NP	NC	NC	NP	NC	NC	NC	NC	NE	NC	NE	NE	NE	NE	NP	NC	NC	NC	NC	NE	NC	NE	NE	0	
Tasa de transposición por país (porcentaje)			88	80	68	92	84	92	84	88	84	80	88	92	80	88	88	84	92	80	92	88	92	68	88	84	88	92		

Notas: SI: Notificación recibida y verificada por la Comisión; NC: La Comisión no ha recibido notificación alguna; NP: Notificación parcial recibida por la Comisión; NE: Notificación recibida y en examen por la Comisión.
 Nota explicativa sobre los acrónimos de países: AT = Austria, BE = Bélgica, BG = Bulgaria, CY = Chipre, CZ = República Checa, DE = Alemania, DK = Dinamarca, EE = Estonia, EL = Grecia, ES = España, FI = Finlandia, FR = Francia, HU = Hungría, IE = Irlanda, IT = Italia, LT = Lituania, LU = Luxemburgo, LV = Letonia, MT = Malta, NL = Holanda, PL = Polonia, PT = Portugal, RO = Rumanía, SE = Suecia, SI = Eslovenia, SK = Eslovaquia, UK = Reino Unido.
 Fuente: Comisión Europea.

y 3) contribuir a la convergencia internacional de las normas en materia de contabilidad, regulación, control y supervisión. También se espera avanzar en el ámbito de la banca minorista, donde el mercado de crédito hipotecario sigue muy fragmentado. Las autoridades comunitarias están tratando de fomentar la integración de los mercados hipotecarios europeos a través del asentamiento de las bases para la financiación del crédito hipotecario en los mercados de capital mediante la utilización y transferibilidad de los préstamos hipotecarios (29).

VI. CONCLUSIONES

A través de numerosos estudios en el plano teórico y empírico, se han demostrado los efectos positivos de la integración y desarrollo de los sistemas bancarios y mercados bursátiles sobre las tasas de crecimiento económico y de creación de empleo a través de la eliminación de las barreras al intercambio que permite una asignación más eficiente del capital entre los proyectos de inversión y una mejor diversificación del riesgo. Conscientes de este hecho, las autoridades comunitarias, ya en el Tratado de Roma firmado en 1957, por el que se constituyó la Comunidad Europea, introdujeron las bases para la creación de un mercado europeo único de servicios financieros. Sin embargo, durante más de dos décadas apenas se consiguió ningún avance en materia de integración financiera, debido principalmente a la existencia de controles de capitales y cambios que hacían imposible la aplicación efectiva del principio de libertad de establecimiento y prestación de servicios financieros en otros estados miembros de la UE contemplado en la Directiva 73/183/CEE.

Con la firma del Acta Única Europea en febrero de 1986, comenzó una etapa decisiva para la libre circulación de capitales, al equiparar ésta con la de bienes y servicios. La adopción de la Directiva 88/361/CEE permitió la aplicación del artículo 67 del Tratado de Roma sobre la completa liberalización de los movimientos de capitales entre los estados miembros, que entraría en vigor a partir del 1 julio de 1990, con el objetivo de dotar al mercado único de su plena dimensión financiera. Esta medida se vio reforzada por la adopción del Tratado de la UE en noviembre de 1993, por el que el artículo 67 del Tratado de Roma fue sustituido por el Tratado de Maastricht, que aplicaría obligatoriamente el principio de completa libertad de circulación de capitales en toda la Unión Europea.

La eliminación de los controles de capital, junto con la adopción de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria del 15 de diciembre de 1989, también inspirada en el Acta Única Europea que enmendó el Tratado de Roma, hicieron avanzar enormemente el proceso de creación de un mercado bancario único. Esta directiva reemplazó la idea de una armonización detallada de la actividad bancaria, mediante un enfoque reglamentista, por un enfoque más pragmático basado en la «armonización de lo esencial». Como derivación de una armonización suficiente se trataba de lograr un reconocimiento mutuo de las autorizaciones y sistemas de control prudencial. Esto significaba que toda sociedad financiera autorizada a ejercer su actividad en su país de origen obtendría la licencia bancaria única, que le permitiría prestar libremente sus servicios en cualquier otro estado miembro de la UE sin necesidad de obtener una autorización adicional de las autoridades del país

de acogida. Estas medidas fueron acompañadas por la armonización de la legislación bancaria comunitaria en materia de: 1) supervisión y control cautelar; 2) contabilidad y transparencia en la información en base consolidada; 3) reforzamiento de la protección del consumidor; 4) extensión de la licencia única a los establecimientos de dinero electrónico, sociedades de inversión, OICVM y empresas de seguros; 5) lucha contra el fraude y la falsificación de los medios de pago, y 6) mejora de los sistemas de pago y de la firmeza de la liquidación en los sistemas de liquidación de valores.

Con la introducción del euro, que actuaría como catalizador para la integración de los mercados financieros de la zona euro al eliminar las primas de riesgo cambiario, las autoridades comunitarias aprovecharon la oportunidad para avanzar hacia la completa integración financiera mediante la aplicación del PASF, que comprendió 42 medidas legislativas para el período 1999-2005. Para ello se establecieron tres objetivos estratégicos: 1) instaurar un mercado único de los servicios financieros al por mayor; 2) hacer accesibles y seguros los mercados minoristas y 3) reforzar las normas de supervisión cautelar. En este sentido, se han adoptado una serie de medidas que han reforzado el marco legislativo anterior, tales como la codificación de la actividad bancaria; la adopción de los acuerdos de Basilea II en materia de adecuación de capital de entidades bancarias y sociedades de inversión, junto con medidas de saneamiento y de liquidación de entidades de crédito, sociedades de inversión y empresas de seguros; normas relativas a la supervisión adicional de las entidades que forman parte de un conglomerado financiero; actualización de la directiva relativa

a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales, prestando especial atención a la financiación del terrorismo; aplicación de las normas internacionales de contabilidad, y la consiguiente utilización del método contable del «valor razonable» en lugar del coste histórico; la Directiva relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros, y un conjunto de medidas encaminadas a crear un marco seguro y transparente para las reestructuraciones transfronterizas (Estatuto de la Sociedad Anónima Europea, directiva sobre ofertas públicas de adquisición, y directiva sobre fusiones transfronterizas); medidas para la armonización en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses; normas para mejorar el folleto y los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, y la legislación sobre operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. Como se recoge en la última matriz de transposición del PASF a fecha de 15 de julio de 2007, la implantación exitosa de la mayoría de las 42 medidas legislativas por parte de los estados miembros nos hace ser muy optimistas acerca de los avances importantes alcanzados en materia de armonización bancaria en la Unión Europea.

En un esfuerzo por completar los progresos considerables alcanzados con la aplicación del PASF y eliminar los obstáculos que aún existen principalmente en el sector minorista, la Comisión Europea ha lanzado el *Libro blanco sobre la política de los servicios financieros 2005-2010*, donde se exponen las prioridades en materia de política de los servicios financieros desde 2005 hasta 2010. Esto

permitirá aprovechar el potencial inexplorado de crecimiento económico y empleo que aún ofrece el sector de los servicios financieros de la Unión Europea.

NOTAS

(*) El autor agradece los comentarios y sugerencias de Carlos Usabiaga y la financiación recibida del Ministerio de Educación y Ciencia (Proyecto SEJ2006-04803/ECON) y de la Consejería de Innovación, Ciencia y Empresa (Proyecto de Excelencia 01252).

(1) Se recomienda la consulta de LEVINE (1997), que presenta un excelente *survey* sobre los estudios teóricos y empíricos acerca de la relación positiva entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico.

(2) Comunicación de la Comisión, de 11 de mayo de 1999, denominada «Aplicación del marco de acción de los servicios financieros: plan de acción» [COM(1999)232]. Para más detalles acerca de la implementación del PASF, se recomienda consultar la página web de la Comisión Europea: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm.

(3) Estrictamente hablando, el PASF finalmente comprendió 44 medidas, ya que a las 42 iniciales se le añadió la Comunicación sobre compensación y liquidación en la UE [COM(2004)312] y el Reglamento 2560/2001 sobre los pagos transfronterizos.

(4) En la Comunicación de la Comisión «El capital de riesgo: clave de la creación de empleo en la Unión Europea» se pone énfasis en el potencial inexplorado de crecimiento y creación de empleo debido al escaso desarrollo de los mercados de capital de riesgo en la Unión Europea.

(5) En España existían restricciones sobre las operaciones asociadas a valores bursátiles extranjeros; en Italia había importantes restricciones sobre el montante que agentes no residentes podían pedir prestado y sobre el montante que agentes residentes podían obtener de entidades de crédito extranjeras; en Francia los residentes no podían abrir una cuenta bancaria en el extranjero o mantener moneda extranjera en sus cuentas, además de los límites impuestos a los bancos a la hora de prestar fondos a sociedades que operasen en el extranjero; Bélgica y Luxemburgo tenían unos controles de cambio más laxos, separando únicamente las operaciones de la balanza por cuenta corriente de las de la balanza por cuenta de capital (sistema de tipos de cambio dual). Para un repaso detallado de las principales restricciones que afectaban a precios y cantidades en la Unión Europea, se recomienda la consulta de DIXON (1991) y VIVES (1991). Para un análisis más detallado del caso español, véase VIVES (1990), y para el caso sueco y francés se recomienda consultar ENGLUND (1990) y MELITZ (1990), respectivamente.

(6) Hasta el 31 de diciembre de 1992, se había previsto un régimen transitorio para España, Grecia, Irlanda y Portugal. Sin embargo, la Directiva 92/122/CEE dio la posibilidad a Grecia de prorrogar la liberalización de algunas partidas hasta 1995, y Portugal también se benefició de una prórroga hasta 1995 debido a problemas de ajuste en el mercado de divisas. Consúltense el cuadro n.º 1 para las fechas de liberalización de los controles de capitales en los países de la Unión.

(7) A pesar de esta medida, seguía existiendo la posibilidad de discriminar a la hora de gravar transacciones de capital en función del lugar de residencia del inversor o del lugar de destino de la inversión. Así, las diferencias en el ámbito de la imposición directa eran considerables entre países europeos, con casos como el de Francia y Dinamarca que gravaban con impuestos elevados la obtención de dividendos por parte de inversores extranjeros.

(8) En el anexo I de la Directiva se reflejan todas las actividades que se benefician del reconocimiento mutuo. Éstas incluyen la captación de depósitos o de otros fondos reembolsables, la concesión de préstamos, el arrendamiento financiero, las operaciones de pago, la emisión y gestión de medios de pago como tarjetas de crédito, la concesión de garantías, transacciones asociadas con instrumentos del mercado monetario, del mercado de cambios o del mercado de capitales, las participaciones en las emisiones de títulos, el asesoramiento a empresas en materia de estructura del capital, de fusión y compra de empresas y en gestión de patrimonio, la custodia de valores negociables y el alquiler de cajas fuertes.

(9) No obstante, las autoridades competentes en materia de supervisión y control prudencial del país de acogida tendrán poder discrecional para intervenir en temas relacionados con la vigilancia de la liquidez, la política monetaria y, cuando esté justificado, para la protección del interés general.

(10) La SDB reemplazó la dotación de fondos propios a escala de sucursal por una dotación a escala de entidad bancaria. Esto convertiría en más competitiva la estrategia de expandirse a través de la apertura de nuevas sucursales. De hecho, Economic Research Europe Ltd. (1996), en un estudio encargado por la Comisión Europea, muestra que hubo un incremento en la apertura transfronteriza de sucursales del 58 por 100 en los tres años que siguieron a la aplicación de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria.

(11) La principal Directiva que regula el coeficiente de solvencia es la 89/647/CEE, que ha sido enmendada en sucesivas ocasiones por las directivas 91/31/CEE, 94/7/CE, 95/15/CE, 98/32/CE y 98/33/CE.

(12) Para más detalles sobre el cómputo del coeficiente de solvencia, se recomienda consultar USHER (2000).

<p>(13) Este reglamento establece la aplicación de normas internacionales de contabilidad a las empresas que cotizan en Bolsa, tratando así de garantizar la protección de los inversores al tiempo que se facilita la negociación transfronteriza de valores negociables.</p> <p>(14) Todas estas medidas dejan fuera del ámbito de su aplicación los contratos inmobiliarios asociados a operaciones de crédito hipotecario, que serán abordados en el <i>Libro verde sobre el crédito hipotecario</i>.</p> <p>(15) En esta misma línea, la Comunicación [COM(2004)312] trata de conseguir la liberalización completa de los sistemas de compensación y liquidación en la UE mediante la aplicación del principio de reconocimiento mutuo para dichos sistemas, y la adopción de un marco común en materia de supervisión y control.</p> <p>(16) El dinero electrónico tiene soporte electrónico (tarjeta inteligente o memoria de un ordenador) y supone una nueva forma de pago alternativa a las monedas y los billetes de banco.</p> <p>(17) Véase VERECKEN (2000) para una explicación detallada de las razones por las que los establecimientos de dinero electrónico deberían estar sometidos a un régimen de vigilancia cautelar incluso menos exigente que el previsto en la Directiva 2000/46/CE.</p> <p>(18) Se recomienda consultar, entre otros, a CAROSSIO (1990) y DALE (1990).</p> <p>(19) En materia de supervisión cautelar, la Directiva 95/26/CE modificó las directivas 77/780/CEE y 89/646/CEE, relativas a las entidades de crédito, las directivas 73/239/CEE y 92/49/CEE, relativas al seguro directo distinto del seguro de vida, las directivas 79/267/CEE y 92/96/CEE, relativas al seguro directo de vida, la Directiva 93/22/CEE, relativa a las empresas de inversión y la Directiva 85/611/CEE, sobre determinados OICVM, con objeto de reforzar la supervisión prudencial de dichas instituciones y coordinar el conjunto de las disposiciones que regulan los intercambios de información entre las autoridades para todo el sector financiero. A su vez, la Directiva 2000/64/CE modificó las directivas 85/611/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE y 93/22/CEE en lo relativo al intercambio de información con terceros países, tratando de alcanzar una base sólida para el intercambio internacional de información que refuerce la estabilidad financiera.</p> <p>(20) Esta Directiva fue enmendada por la Directiva 98/31/CE, que introdujo el marco para conseguir el reconocimiento de condiciones homogéneas internacionales que permita a las instituciones comunitarias competir con sociedades no comunitarias. Para ello se extendió el concepto de «cartera de negociación» a las posiciones de negociación en productos básicos y en instrumentos derivados sobre productos básicos expuestos a los riesgos del mercado. Una modificación adicional tuvo lugar con la adopción de la Directiva 2002/87/CE sobre la normativa cautelar aplicable a los conglomerados financieros, con el objetivo de homogeneizar la normativa cau-</p>	<p>telar de los grupos de inversión y de los conglomerados financieros.</p> <p>(21) Para una explicación de los principales cambios que trae consigo la adopción del nuevo enfoque a la hora de calcular el capital regulatorio mínimo necesario, se recomienda consultar SALINAS (2007).</p> <p>(22) Es interesante mencionar el debate que ha existido sobre si la naturaleza de los riesgos asumidos por las sociedades de inversión y las entidades de crédito justifican unos niveles de cobertura similares (véase, por ejemplo, DALE, 1990, y CAROSSIO, 1990). Mientras que las sociedades de inversión obtienen la mayoría de sus recursos de los mercados monetarios mayoristas, las entidades de crédito los obtienen de los depósitos. No obstante, en tanto en cuanto las entidades bancarias están participando cada vez más en operaciones de inversión asociadas a los mercados de capitales (lo que se ha llamado proceso de desintermediación de los balances), una importante caída en las bolsas de valores podría acarrear importantes pérdidas tanto para sociedades de inversión como para entidades de crédito, lo cual justifica un nivel de protección similar para ambas entidades.</p> <p>(23) El abuso de mercado aparece cuando los inversores se ven perjudicados, directa o indirectamente, por personas que utilizan de forma intencionada información confidencial, divulgan información falsa o engañosa, o distorsionan el mecanismo de fijación de precios de los instrumentos financieros en beneficio propio o de un tercero.</p> <p>(24) La Directiva 88/220/CEE introdujo algunas enmiendas en lo relativo a la política de inversión de determinados OICVM, como las que invierten en bonos, estableciendo un límite de participación en el activo del 25 por 100 como máximo para algunas obligaciones emitidas por los establecimientos de crédito con sede social en un estado miembro.</p> <p>(25) En referencia a este punto, la Directiva 2007/16/CE ha introducido aclaraciones sobre la definición de algunos instrumentos financieros con el fin de ayudar a determinar qué activos financieros entran en el ámbito de aplicación de la Directiva relativa a la actividad de los OICVM.</p> <p>(26) Esta Directiva, por lo tanto, liberalizaría algunas restricciones impuestas por la Directiva 93/22/CEE, que establecía que los estados miembros podrían exigir que los servicios de inversión se prestaran únicamente en un mercado regulado.</p> <p>(27) Paralelamente, en la Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo y al Comité Económico y Social «La eliminación de los obstáculos fiscales a las prestaciones por pensiones transfronterizas de los sistemas de empleo» [COM(2001)214], se pusieron de manifiesto los efectos positivos que podrían derivarse de la creación de un mercado único de fondos de pensiones complementarias. Por un lado, la armonización del ré-</p>	<p>gimen fiscal de las contribuciones transfronterizas de los trabajadores emigrantes con el de los fondos de pensiones complementarias aumentaría la movilidad de la mano de obra en la UE. Por otro, al ser fuente de financiación a largo plazo, los fondos de pensiones aumentarían el flujo de fondos disponibles para llevar a cabo proyectos de inversión a largo plazo, fomentando así la creación de empleo y el crecimiento económico.</p> <p>(28) El proceso Lamfalussy está basado en cuatro niveles. En el nivel 1, el Parlamento Europeo y el Consejo adoptan actos jurídicos por el procedimiento de codecisión; en esta legislación están establecidos los principios marco que reflejan las decisiones políticas básicas y el alcance de las competencias de ejecución de la Comisión. En el nivel 2 está la legislación adoptada por la Comisión con la asistencia de los denominados «comités de nivel 2», integrados por representantes de los estados miembros; esta legislación incluye las medidas técnicas de aplicación necesarias para poner en práctica los principios marco del nivel 1. Los «comités de nivel 3», formados por altos representantes de las autoridades nacionales de supervisión, adoptan dichas medidas técnicas y mejoran la cooperación entre las autoridades nacionales competentes. En el nivel 4, la Comisión y los estados miembros consolidan la aplicación de la legislación que constituye el derecho comunitario.</p> <p>(29) En un estudio reciente, encargado por la Comisión Europea, London Economics (2005) ha concluido que la plena integración de los mercados hipotecarios de la UE podría incrementar el PIB de la UE en 0,7 puntos porcentuales, y el consumo privado en 0,5 puntos porcentuales, durante cada año de la próxima década.</p> <p>BIBLIOGRAFÍA</p> <p>BEKAERT, G.; HARVEY, C. R., y LUNDBLAD, C. (2005), «Does financial liberalization spur growth?», <i>Journal of Financial Economics</i>, 77 (1): 3-55.</p> <p>BENCIVENGA, V. R., y SMITH, B. D. (1991), «Financial intermediation and economic growth», <i>Review of Economics Studies</i>, 58: 195-209.</p> <p>CAROSSIO, G. (1990), «Problems of harmonisation of the regulation of financial intermediation in the European Community», <i>European Economic Review</i>, 34: 578-586.</p> <p>DALE, R. S. (1990), «The EEC's approach to capital adequacy for investment firms», <i>The Journal of International Securities Markets</i>, 4: 1-9.</p> <p>DERMINE, J. (2002), <i>Banking in Europe: Past, present and future</i>, en GASPARD, V.; HARTMANN, P., y SLEIJPEN, O. (ed.), <i>Second ECB Central Banking Conference: The Transformation of the European Financial System</i>, Banco Central Europeo, Frankfurt: 31-95.</p>
--	---	---

<p>DIXON, R. (1991), <i>Banking in Europe: The Single Market</i>, Routledge, Londres.</p> <p>DOMINGO-SOLANS, E. (1994), <i>La armonización bancaria en la Unión Europea</i>, Instituto de Estudios Económicos, Madrid.</p> <p>ECONOMIC RESEARCH EUROPE LTD (1996), «A study on the effectiveness and impact of internal market integration on the banking and credit sector», <i>Report for the European Commission</i>, Bruselas.</p> <p>ENGLUND, P. (1990), «Financial deregulation in Sweden», <i>European Economic Review</i>, 34: 385-393.</p> <p>GERSCHENKRON, A. (1962), <i>Economic Backwardness in Economic Perspective</i>, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.</p> <p>GOLDSMITH, R. W. (1969), <i>Financial Structure and Development</i>, Yale University Press, New Haven.</p> <p>GREENWOOD, J., y JOVANOVIC, B. (1990), «Financial development, growth, and the distribution of income», <i>Journal of Political Economy</i>, 98: 1076-1107.</p> <p>GUAL, J. (1999), «Deregulation, integration and market structure in European banking», <i>Journal of the Japanese and International Economies</i>, 13(4): 372-396.</p> <p>HICKS, J. R. (1969), <i>A Theory of Economic History</i>, Clarendon Press, Oxford.</p> <p>JAYARATNE, J., y STRAHAN, P. E. (1996), «The finance-growth nexus: Evidence from bank branch deregulation», <i>Quarterly Journal of Economics</i>, 111: 639-670.</p> <p>KING, R. G., y LEVINE, R. (1993a), «Finance and growth: Schumpeter might be right», <i>Quarterly Journal of Economics</i>, 108: 717-737.</p> <p>— (1993b), «Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 32: 513-542.</p> <p>LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A., y VISHNY, R. W. (1997), «Legal determinants</p>	<p>of external finance», <i>Journal of Finance</i>, 52: 1131-1150.</p> <p>— (1998), «Law and finance», <i>Journal of Political Economy</i>, 106: 1113-1155.</p> <p>LEVINE, R. (1997), «Financial development and economic growth: Views and agenda», <i>Journal of Economic Literature</i>, 35: 688-726.</p> <p>— (2001), «International financial liberalisation and economic growth», <i>Review of International Economics</i>, 9 (4): 688-702.</p> <p>LEVINE, R., y ZERVOS, S. (1998), «Capital control liberalisation and stock market development», <i>World Development</i>, 26: 1169-1184.</p> <p>LONDON ECONOMICS (2002), «Quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets», The European Commission, Directorate-General for the Internal Market, Bruselas.</p> <p>— (2005), «The costs and benefits of integration of EU mortgage markets», Report for the European Commission, Directorate-General for the Internal Market, Bruselas.</p> <p>LUCAS, R. E. (1988), «On the mechanics of economic growth», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 22: 3-42.</p> <p>MCKINNON, R. I. (1973), <i>Money and Capital in Economic Development</i>, Brookings Institution Press, Washington.</p> <p>MELITZ, J. (1990), «Financial deregulation in France», <i>European Economic Review</i>, 34: 394-402.</p> <p>PAGANO, M. (1993), «Financial markets and growth: An overview», <i>European Economic Review</i>, 37: 613-622.</p> <p>RAJAN, R. G., y ZINGALES, L. (1998), «Financial dependence and growth», <i>American Economic Review</i>, 88: 559-586.</p> <p>— (2003), «The great reversals: The politics of financial development in the 20th cen-</p>	<p>tury», <i>Journal of Financial Economics</i>, 69: 5-50.</p> <p>ROMER, P. M. (1990), «Endogenous technological change», <i>Journal of Political Economy</i>, 98(5): S71-S102.</p> <p>ROMERO-ÁVILA, D. (2007a), «Finance and growth in the EU: New evidence from the harmonisation of the banking industry», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 31(7): 1937-1954.</p> <p>— (2007b), «Liberalisation of capital controls and interest rates restrictions in the EU-15: Did it affect economic growth?», Universidad Pablo de Olavide, Sevilla.</p> <p>SAINT-PAUL, G. (1992), «Technological choice, financial markets and economic development», <i>European Economic Review</i>, 36(4): 763-781.</p> <p>SALINAS, V. (2007), «La nueva directiva europea de adecuación de capital de las entidades de crédito», <i>Revista Valenciana de Economía y Hacienda</i>, 14 (1): 9-25.</p> <p>SCHUMPETER, J. A. (1911), <i>The Theory of Economic Development, 1934</i>, traducido por Redvers Opie, Harvard University Press, Cambridge.</p> <p>SHAW, E. (1973), <i>Financial Deepening in Economic Growth</i>, Oxford University Press, Nueva York.</p> <p>USHER, J. A., (2000), <i>The Law of Money and Financial Services in the EC</i>, Oxford University Press, Oxford.</p> <p>VERECKEN, M. (2000), «Electronic money: EU legislative framework», <i>European Business Law Review</i>, noviembre/diciembre: 417-434.</p> <p>VIVES, X. (1990), «Deregulation and competition in Spanish banking», <i>European Economic Review</i>, 34: 403-411.</p> <p>— (1991), «Regulatory reform in European banking», <i>European Economic Review</i>, 35: 505-515.</p>
--	---	---