

# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

88

## Integración y consolidación financiera en Europa



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

88

2006



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

## PATRONATO

JUAN R. QUINTÁS SEOANE

*(Presidente)*

JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN

*(Secretario)*

JULIO FERMOSE GARCÍA

JULIO FERNÁNDEZ GAYOSO

ALEIX GIMBERNAT MARTÍ

ROBERTO LÓPEZ ABAD

JESÚS MEDINA OCAÑA

JORDI MESTRE GONZÁLEZ

ANTONIO PULIDO GUTIÉRREZ

ATILANO SOTO RÁBANOS

**Presidente de honor**

ENRIQUE FUENTES QUINTANA

## PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

**Director**

VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

**Coordinadores**

JOSÉ ANTONIO ANTÓN PÉREZ

SANTIAGO CARBÓ VALVERDE

**Redactor-Jefe**

FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES

**Coordinación gráfica**

PILAR LÓPEZ ISARRÍA

**Portada**

Bravo-Lofish

**Edita**

Fundación de las Cajas de Ahorros

Caballero de Gracia, 28; 28013-Madrid

**Imprime**

Raíz Técnicas Gráficas, S.L.

Calle Gamonal, 19; Polígono Industrial de Vallecas

28031-Madrid

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en la publicación, ni avala los datos que éstos, bajo su responsabilidad, aportan.

Depósito legal: M. 7.461.-1993  
ISSN: 1132-9564

# SUMARIO

■ INTRODUCCIÓN.....	V
■ INTEGRACIÓN Y CONSOLIDACIÓN FINANCIERA EN EUROPA. <i>David Vegara</i> .....	1
■ LA ESTRATEGIA EUROPEA DE SERVICIOS FINANCIEROS 2005-2010. PRINCIPALES DESAFÍOS E IMPLICACIONES PARA ESPAÑA. <i>Fernando Valero San Paulo y Gonzalo García Andrés</i> .....	5
■ CAMBIOS PREVISTOS EN LA REGULACIÓN SOBRE SUPERVISIÓN. <i>Marta de Castro Aparicio</i> .....	19
■ IMPLICACIONES DE BASELEA II PARA LA INTEGRACIÓN Y LA CONSOLIDACIÓN BANCARIA EN EUROPA. <i>Nicolas Jeanmart</i> .....	31
■ MODELO PARA LA INTEGRACIÓN DE LAS CENTRALES DEPOSITARIAS DE VALORES EN LA UNIÓN EUROPEA: EL MODELO E-ASSET. <i>Ana María Calvache Martínez</i> .....	49
■ AVANCE DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA DE LA BANCA MINORISTA EN LA UNIÓN EUROPEA. <i>M.ª Elisa Casanova Domènech y Joan Rosàs Xicota</i> .....	69
■ LA RELEVANCIA DE LA DIVERSIDAD DE ESTRUCTURAS DE PROPIEDAD EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO. <i>Santiago Carbó y José María Méndez</i> .....	87
■ EL IMPACTO DE LA EXCLUSIÓN FINANCIERA EN EUROPA: ALGO MÁS QUE INTEGRACIÓN FINANCIERA. <i>Blanca Delgado Márquez y Francisco Rodríguez Fernández</i> .....	107

## DOCUMENTOS

■ CONSOLIDACIÓN TRANSFRONTERIZA EN EL SECTOR FINANCIERO DE LA UNIÓN EUROPEA. ANEJO: RESULTADOS DE LA ENCUESTA.....	121
■ LIBRO BLANCO. POLÍTICA DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS 2005-2010.....	183



# Introducción

El sector financiero de la Unión Europea ha asistido en los últimos años a un conjunto de acontecimientos y transformaciones de gran relevancia. El proceso de integración que perseguía la creación de un mercado único de servicios financieros ha afrontado numerosos obstáculos y, aunque se han registrado importantes avances, queda aún un largo camino por recorrer, principalmente en los mercados minoristas. Con el objeto de acelerar este proceso, en el año 1999 se presentó, como una oportunidad para establecer un punto de inflexión a raíz de la adopción del euro, la aprobación del Plan de Acción de los Servicios Financieros (*Financial Services Action Plan, FSAP*) de la Comisión Europea. El *FSAP* nació con tres objetivos principales: 1) instaurar un mercado único de los servicios financieros al por mayor; 2) hacer accesibles y seguros los mercados financieros minoristas, y 3) reforzar las normas de control prudencial. Asimismo, el cumplimiento de los objetivos perseguidos por el *FSAP* exigía agilizar los procedimientos legislativos. Si bien aún es pronto para evaluar la efectividad del *FSAP*, la agenda reguladora se ha mantenido activa, dado que aún no se han producido grandes avances en la integración de los mercados minoristas o en la consolidación financiera transfronteriza. En esta línea, el denominado *Informe Lamfalussy*, publicado el 15 de febrero de 2001 y adoptado por el Consejo Europeo de Estocolmo, presentaba un diagnóstico sobre el mercado de valores, y sobre los problemas del sistema financiero en su conjunto, que achacaba gran parte de los obstáculos a la excesiva complejidad del proceso de regulación. Con este informe se persiguió la adaptación de pautas de implementación de regulación más ágiles y, sobre todo, dinámicas, flexibles y proactivas, en función de las condiciones y necesidades del mercado en cada momento.

En este sentido, el principal objetivo de la regulación aplicada en el ámbito financiero y bancario, en los últimos años, no ha sido otro que conseguir el desarrollo de un mercado de servicios financieros integrado mediante la eliminación de las barreras existentes de tipo regulador que impedían la competencia entre las diferentes instituciones de los estados miembros. Los cambios espe-

rados deberían favorecer la creación de un mercado más competitivo, con un nivel de integración relativamente elevado, en el que los consumidores de servicios financieros podrían encontrar una amplia gama de productos financieros en condiciones homogéneas. En paralelo a la integración, se ha instado, en determinados ámbitos, al estímulo de la consolidación financiera, sobre todo en el ámbito transfronterizo. El resultado esperado del proceso de consolidación se encamina a lograr un aumento del bienestar derivado de la existencia de entidades financieras más eficientes, y con mayores posibilidades de aprovechar las economías de escala y alcance en un entorno globalizado. Si bien es cierto que las ventajas de conseguir una plena integración son sustanciales, existen obstáculos que retrasan el proceso. En cualquier caso, no conviene olvidar que la heterogeneidad de las características de los mercados nacionales y locales no puede siempre afrontarse desde una perspectiva unificadora. La propia Comisión Europea reconoce la relevancia de los mercados e intermediarios locales para cubrir las necesidades de servicios financieros en las mejores condiciones.

El Parlamento Europeo llega incluso a afirmar que la diversidad de instituciones financieras garantiza la cobertura de las diferentes necesidades que tienen las corporaciones, las PYME y los consumidores europeos. En este contexto, muchas de las entidades financieras han asumido la puesta en marcha de procesos de consolidación, con la finalidad de garantizar una escala óptima de funcionamiento que les posibilite competir en un entorno más amplio y diversificar su actividad y su riesgo. La tendencia a la consolidación del sector bancario de la UE ha aumentado en los últimos años, si bien las fusiones y adquisiciones siguen en buena medida limitadas al interior de las fronteras nacionales. La Comisión Europea (CE) presentó el 26 de octubre de 2005 el llamado «Informe McCreevy», cuyo título original es *Cross-Border Consolidation in the EU Financial Sector*, documento de trabajo de la CE-SEC (2005) 1398. En este informe se proponían algunas líneas de debate y de posible trabajo futuro para avanzar en materia de integración financiera en Europa, y en él se trazan algunas pau-

tas estratégicas de lo que ha venido a ser el *Libro Blanco de los Servicios Financieros en Europa 2005-2010*. En este sentido, la consolidación transfronteriza se presenta como una posible vía, si bien el propio *Libro Blanco* admite la necesidad de contemplar un conjunto más amplio de frentes para la integración, centrados más en el producto y en el servicio, y respetando la existencia y el papel diferencial de algunas instituciones de ámbito local y regional.

La Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS) presenta este número de *Perspectivas del Sistema Financiero* con la finalidad de ofrecer al lector una recopilación de artículos en los que especialistas y representantes institucionales, desde distintos frentes, analizan la evolución y perspectivas de la *integración* y la *consolidación financiera en Europa*, incluyendo tanto los aspectos económico-financieros, como la «agenda regulatoria» entre 2005 y 2010, y prestando especial atención a aspectos tales como la eficiencia y los beneficios sociales asociados a cambios en la actividad bancaria. Las diferentes colaboraciones tratan de recoger la perspectiva gubernamental, reguladora, supervisora, de la industria y académica, de modo que se conjuguen visiones de distinta procedencia para poder extraer conclusiones comunes respecto al futuro y la evolución de la integración y la consolidación en el sector financiero europeo.

La tarea de diseño y coordinación del número, que, como en otras muchas ocasiones, ha corrido a cargo del Gabinete de Análisis Financiero que dirige **Santiago Carbó**, se ha visto en esta ocasión muy enriquecida por la colaboración y múltiples sugerencias de **José M.ª Méndez Álvarez-Cedrón**, secretario general de CECA, con quién FUNCAS contrae una clara deuda de gratitud.

Este número 88 de *Perspectivas del Sistema Financiero* se abre con la colaboración de **David Vegara** (secretario de Estado de Economía y presidente del Comité de Servicios Financieros de la Unión Europea), con una aportación introductoria titulada «Integración y consolidación financiera en Europa». Para el autor, la creación de un sistema financiero integrado ha sido uno de los pilares del salto definitivo hacia la integración económica europea iniciado a mediados de los ochenta. Por otra parte, en estos últimos veinte años las transformaciones estructurales en los mercados financieros han sido numerosas y profundas, caracterizadas por la liberalización de los movimientos de capital y de los pagos, el aumento de los flujos internacionales, la creación de grupos financieros globales, y la innovación en tecnologías y productos. El debate actual se ha centrado en la relación entre la consolidación transfronteriza y la integración financiera en la Unión Europea, debate al que no han sido ajenas las entidades financieras españolas. En este sentido, para Vegara, los próximos cinco años serán un período de cambio en el sistema finan-

ciario europeo, los efectos beneficiosos del Plan de Acción se dejarán notar y las entidades tendrán que adaptarse a un marco más competitivo, aprendiendo a aprovechar las oportunidades de un mercado integrado, sin perder de vista la competencia global.

La industria de servicios financieros ha estado sometida en los últimos años a importantes cambios en el ámbito de la regulación, la integración y la consolidación financiera en la Unión Europea. **Fernando Valero San Paulo** (de la Subdirección de Análisis del Tesoro) y **Gonzalo García Andrés** (subdirector de Análisis del Tesoro) analizan estas transformaciones y la perspectiva de los próximos años en su artículo titulado «La estrategia europea de servicios financieros 2005-2010: principales desafíos e implicaciones para España». Valero y García analizan con detalle, a lo largo de cinco apartados, la problemática actual del sector y los retos para los próximos años. En este sentido, el primero de los apartados se dedica al análisis del marco institucional en el que se han insertado los sistemas financieros en la Unión Europea y la situación actual del proceso de integración. Se destaca el hecho de que la integración financiera en la Unión Europea ha avanzado significativamente en los últimos años, aunque existen segmentos, como el minorista, en los que es más limitada. En un segundo apartado, centrándose en el recientemente publicado *Libro Blanco*, se observan las estrategias claves de actuación para los años 2005-2010. Valero y García ponen de manifiesto que es un deseo común impulsar la política financiera europea para lograr una mayor integración y mayores beneficios en términos de bienestar. Asimismo, a la luz de las indicaciones del *Libro Blanco*, se enfatiza en el deseo de mantener un liderazgo en el establecimiento de estándares a escala global, promover la apertura de los mercados financieros e impulsar la cooperación con otras autoridades financieras y en los foros internacionales. En cualquier caso, la estrategia óptima a seguir para lograr un eficiente mercado de servicios financieros no carece de desafíos. En el tercer apartado, los autores coinciden en la existencia de cuatro desafíos para los próximos años: 1) hacer efectivos los beneficios económicos del *FSAP*, de forma que se logre un sistema financiero más eficiente —en términos de costes, estabilidad y protección al inversor—, de carácter competitivo y que contribuya a impulsar el crecimiento de la inversión, la renta y el empleo; 2) conseguir la convergencia en la supervisión, la cual está condicionada a la capacidad de los mercados financieros europeos para competir en los mercados globales, y a su vez, a la influencia de la Unión Europea en el proceso de definición de estándares internacionales; 3) impulsar la integración y consolidación de las infraestructuras de pagos y de valores, y 4) encontrar una fórmula para avanzar en la integración de los mercados minoristas, limitada hasta ahora por la existencia de barreras naturales, que hacen menos atractiva la pres-

tación transfronteriza de servicios financieros, además de elevar el coste de su provisión. Asimismo, sin menospreciar los avances conseguidos en los procesos de integración de los mercados mayoristas, Valero y García ponen de manifiesto que el proceso de integración quedaría inconcluso si sus beneficios no llegaran a los hogares y las PYME. En lo que respecta a la regulación y la supervisión, es aconsejable que el regulador español asegure la transposición precisa y a tiempo de las normas comunitarias, así como que vigile su aplicación coherente. Por otra parte, el impulso derivado de la aplicación plena del FSAP y el alcance de los cambios normativos en aspectos prudenciales, contables y de información financiera abren grandes oportunidades para las entidades españolas. En todo caso, a juicio de los autores, el sistema financiero español ha alcanzado un tamaño relevante para la economía y una respetabilidad en el exterior a los que debería corresponder una capacidad de influencia mucho mayor que la que tiene en la actualidad.

La regulación es un eje de importancia indudable en el proceso de integración, si bien debe ir acompañada de una supervisión prudencial de los procesos regulados que, en cualquier caso, es también compleja y difícil de implementar. En esta línea de análisis, **Marta de Castro** (subdirectora general de Legislación y Política Financiera del Tesoro) desarrolla los principales avances en materia de supervisión en su artículo «Cambios previstos en la regulación sobre supervisión». De Castro aborda con profundidad los avances más recientes en materia de regulación en el ámbito bancario. La autora señala que las principales estrategias en las que se fundamenta el *Libro Blanco* están basadas en dos grandes pilares: la profundización de la cooperación y la convergencia en materia de control en la Unión Europea, mediante las cuales es posible la consecución de una supervisión prudencial que sustente el objetivo de estabilidad financiera. El tercer apartado, ampliando la perspectiva regulatoria, analiza las novedades normativas más recientes en materia de conglomerados financieros y adecuación de capitales —incluidos en Basilea II—, lo que plasma el deseo por parte del regulador de conseguir la mejora y el reforzamiento de una supervisión más cooperativa y convergente. En el cuarto apartado, la consolidación transfronteriza y los acuerdos de supervisión son, a juicio de la autora, dos de las líneas claves desarrolladas por la reciente regulación. En este sentido, los principios más importantes que, en opinión de la Comisión Europea, deben presidir la revisión normativa son: definir un claro y limitado conjunto de criterios prudenciales que deben ser valorados como parte del proceso supervisor; diseñar un procedimiento claro de evaluación de la adquisición de participaciones significativas que incluya participaciones de transparencia; introducir un procedimiento de cooperación entre supervisores para evaluar adquisiciones en un contexto transfronterizo, y por último, permitir el derecho de acceso a

los documentos por parte de la Comisión Europea, sujeto a estrictos requisitos de confidencialidad. Los acuerdos de supervisión dentro de los próximos cinco años irán en la línea de trabajo que presentó la Comisión Europea al Banco Central Europeo, cuya agenda se centra en las siguientes áreas: liquidez, gestión de crisis, función de prestamista de última instancia, sistemas de garantía de depósitos, y saneamiento y liquidación. Para De Castro, sólo en el caso de que se detectaran problemas graves e irresolubles con el marco actual podrían empezarse a considerar cambios institucionales.

La revisión del Acuerdo de Basilea sobre requisitos de capital ocupa un lugar destacado en la agenda de supervisores y banqueros de todo el mundo. Con el objetivo de evaluar el impacto de la introducción de Basilea II en el proceso de consolidación del sector bancario en la Unión Europea, **Nicolas Jeanmart** (Grupo Europeo de Cajas de Ahorros, ESBG), en su artículo «Implicaciones de Basilea II para la integración y la consolidación bancaria en Europa», aborda tres aspectos del marco en el que se desarrolla Basilea II, analizando sus posibles repercusiones sobre el grado de integración y consolidación en el sector bancario de la Unión Europea (UE): 1) la coexistencia de diferentes métodos de cálculo del capital regulador mínimo; 2) la excesiva carga que impone el nuevo marco, sobre todo a cierto tipo de entidades bancarias, entre ellas las de menor tamaño, y 3) los posibles cambios en el marco para la supervisión de las entidades bancarias en la Unión Europea, discutidos en el contexto de la implementación de Basilea II. Jeanmart recoge de forma exhaustiva en su contribución, y a lo largo de cinco apartados, diferentes aspectos de Basilea II que podrían tener repercusión sobre el proceso de integración y consolidación del sector bancario de la UE. Destaca la aplicación de diferentes metodologías, el problema de la complejidad excesiva y la arquitectura de la supervisión prudencial en la Unión Europea, además de las cuestiones que, relacionadas con Basilea, se pueden comprender mejor analizando la experiencia estadounidense, ya que, en ocasiones, las cuestiones surgidas en el contexto de Basilea II han sido abordadas de manera distinta a ambos lados del Atlántico. Del artículo se desprenden tres cuestiones de suma importancia para los próximos años. Por una parte, a corto plazo, parece claro que la articulación del propio proceso captará gran parte de la atención de los supervisores, mientras que, a medio y largo plazo, serán necesarios los esfuerzos de los reguladores y supervisores europeos y nacionales para limitar la carga resultante de la introducción del nuevo marco sobre requisitos de capital. En este sentido, es necesario recordar, a juicio del autor, que las entidades de crédito pequeñas pueden encontrar dificultades para cumplir con la nueva regulación. Por último, en lo que respecta al futuro del marco de la supervisión en la UE, las instituciones europeas deberían seguir el camino abierto por la Comisión Europea en su *Libro Blanco*, en



el cual se sientan las bases para la política de la UE en materia de servicios financieros para los años 2005-2010.

La actual infraestructura con que cuenta la Unión Europea para la realización de las operaciones de compensación y liquidación con valores permanece insuficientemente armonizada, altamente fragmentada y es ineficiente para procesar las operaciones transfronterizas que se vienen desarrollando en los últimos años. **Ana María Calvache Martínez** (Banco de España), en su artículo titulado «Modelo para la integración de las centrales depositarias de valores en la Unión Europea: “el modelo *E-ASSET*”», analiza dicha situación, y pone de manifiesto lo perjudicial que puede resultar todo ello para Europa de cara a crear un mercado financiero único. A juicio de la autora, la solución al problema debe venir por dos caminos: 1) eliminando las barreras identificadas en el informe Giovannini, y 2) avanzando en el establecimiento paralelo de una regulación armonizada y de un modelo pan-europeo para la integración de las centrales depositarias de valores (CDV) en la UE. A pesar de las distintas iniciativas acometidas en lo que se refiere a la determinación del modelo, los avances reales conseguidos han sido muy escasos, y han estado enmarcados por el continuo desacuerdo del sector sobre el modelo a seguir. En esta línea, Calvache propone al modelo llamado *E-ASSET* (*European Automatic Securities Settlement Express Transfer System*) como el modelo más adecuado para lograr la definitiva integración de las CDV en la UE y del sector. Se trataría de una estructura «descentralizada», compuesta a partir de las múltiples plataformas nacionales ya existentes. Estas últimas se conectarían entre ellas a través de enlaces con una plataforma central pan-europea a la que se denomina *European Securities Settlement Platform* (*ESSP*). A lo largo del artículo se analizan con detalle las diferentes ventajas que se derivan de adoptar un modelo como el anteriormente mencionado, así como las influencias que puede tener para el sistema en su conjunto. Para la autora, el modelo *E-ASSET* representaría un modelo idóneo para la Unión Europea desde el punto de vista tanto de la eficiencia como de la estabilidad financiera, sería respetuoso con la líneas reguladoras que pretende la Comisión y, además, sería plenamente compatible con el papel que están llamados a desempeñar los bancos centrales y con el diseño de la futura generación de *TARGET* (*TARGET-2*).

Si bien es cierto que, a partir de la década de los noventa, la Unión Europea intensificó sus esfuerzos por crear un mercado financiero único que abarque la banca, los seguros y los mercados de valores, se puede observar que el grado de integración de los mercados no ha sido el mismo en los distintos sectores. El ámbito minorista sigue fragmentado. En este sentido, la profesora **M.ª Elisa Casanova Domènech** (Universidad de Barcelona) y **Joan Rosàs Xicota** (director de Desarrollo

Internacional de La Caixa), en su artículo «El avance de la integración financiera en el campo de la banca minorista en la Unión Europea», analizan los progresos logrados y los retos que hay que afrontar para la implantación de un mercado único de servicios financieros al por menor en la Unión Europea. Los autores repasan la evolución histórica de las políticas de integración de la Unión Europea, desde el Tratado de Roma hasta la publicación del *Libro Blanco de los Servicios Financieros*. Por otro lado, se ofrece evidencia, a partir de diferentes estudios, de la existencia de una relación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento económico. En este sentido, Casanova y Rosàs señalan que la cuantificación de los costes y los beneficios de la integración financiera es muy difícil de precisar y que, por consiguiente, los resultados alcanzados por los diferentes estudios deben ser considerados como indicativos de los potenciales beneficios de la integración financiera europea. Los autores abordan también el análisis del proceso de integración desde diferentes perspectivas: los consumidores, los proveedores de servicios y los propios productos financieros; asimismo señalan que, desde la perspectiva de la demanda, es lógico pensar que los cambios en las pautas de consumo hacia una compra menos personalizada de servicios financieros, mediante el uso de canales de distribución electrónicos, van a favorecer una mayor integración financiera minorista en los próximos años. Por el lado de la oferta, si una entidad financiera decide desarrollar banca minorista en otro país, aunque sea dentro del marco comunitario, es preciso llevar a cabo una complicada labor de adaptación a las particularidades de ese mercado extranjero tanto desde un punto de vista legal, fiscal y regulador como desde una óptica comercial y de prácticas del mercado. Por último, la perspectiva de producto viene a confirmar que los mercados financieros minoristas, aunque fragmentados en cuanto a la comercialización y la adquisición de múltiples e importantes productos y servicios financieros, presentan ciertos signos de integración en materia de precios. Las principales cuestiones pendientes para avanzar hacia una mayor integración en el mercado europeo de servicios financieros al por menor en los próximos años, siguiendo las recomendaciones del Grupo de Expertos de Banca creado por la Comisión Europea en 2003, se resumen en: 1) la mejora de la cooperación europea en materia de supervisión del sistema financiero, especialmente en áreas referidas a legislación, acuerdos de supervisión y convergencia de las prácticas de supervisión; 2) la competencia como fuerza motriz de la integración, favoreciendo la presencia directa de intermediarios financieros en los estados miembros mediante la creación de sucursales y filiales, o bien actuando como competidores sin una implantación directa (banca electrónica, telefónica y por Internet), y 3) y seguir el enfoque de la «cadena de valor», dado que la integración vertical de las actividades que componen la cadena de valor de los productos financieros (producción, venta, gestión

y administración) constituye el origen de sinergias que sirven de base para crear estrechos vínculos operativos entre distintos mercados financieros de ámbito local.

La diversidad de estructuras jurídicas de las personas jurídicas que existen en Europa es un dato empírico, contrastable prácticamente en todos los estados miembros. En el caso de las entidades de crédito, el propio derecho comunitario reconoce la existencia de diferentes formas de propiedad presentes en los mercados financieros y no financieros. La diversidad institucional, inherente al modelo bancario europeo, no se ha recogido de manera sensible por la normativa emitida por el regulador debido a que esto no ha significado, a priori, un impedimento para la creación de un mercado único financiero. En este sentido, **Santiago Carbó Valverde** (catedrático de la Universidad de Granada e investigador de FUNCAS) y **José María Méndez** (secretario general de CECA), en su artículo titulado «La relevancia de la estructura de propiedad en el sector bancario europeo», abordan las experiencias mayoritarias de las entidades de depósito europeas para demostrar la conveniencia de promover la diversidad institucional desde una perspectiva tanto jurídica como económica. En esta línea, el trabajo aporta evidencia empírica que pone de manifiesto cómo el pluralismo institucional existente en el entorno europeo viene determinado por las configuraciones jurídicas, los niveles de especialización, la dimensión y otros parámetros, a partir de los cuales se pueden observar algunos de los beneficios de esta «biodiversidad institucional». La contribución de Carbó y Méndez se estructura en cuatro apartados. En el primero de ellos se realiza una revisión de las principales estructuras de propiedad que predominan en los sectores bancarios europeos, distinguiendo entre estructuras de tipo cooperativo, por acciones, fundacionales y otros tipos de estructuras de propiedad, tratando de reflejar su propia idiosincrasia y las ventajas e inconvenientes que, desde la perspectiva jurídica y económica, plantean unos y otros modelos. Carbó y Méndez destacan el hecho de que la categorización de las entidades de crédito atendiendo únicamente a su naturaleza jurídica es difícil de asumir. Puede hablarse, eso sí, de «modelos de propiedad», pero admitiendo las singularidades del régimen jurídico de cada estado miembro. El segundo apartado presenta evidencia relativa a la política europea de integración, la estructura institucional y los principales indicadores agregados bancarios en la UE, y ello con objeto de analizar, de forma genérica, si existen ventajas o no, desde el punto de vista de la *performance* empresarial y desde una perspectiva general, entre adoptar uno u otro tipo de modelo. En este sentido, la existencia de varias estructuras para la prestación de servicios financieros genera una estructura de mercado multipolar que puede situarse en la «vanguardia» comercial y tecnológica en diferentes productos. Asimismo, la equiparación de las

cajas de ahorros con el resto del sector bancario, lejos de haber reducido su presencia y su rentabilidad, parece haber impulsado la competitividad de estas entidades en el mercado, siendo hoy instituciones minoristas especializadas con un peso específico destacado en numerosos países.

Desde un punto de vista empírico, Carbó y Méndez muestran que, a tenor de los datos referentes a la rentabilidad, la eficiencia y el papel social de las distintas formas de propiedad de las empresas bancarias en Europa, y puesto que éstas parecen cumplir diferentes misiones, carece de sentido afirmar que una forma de propiedad sea superior a otra, ya que ello equivaldría a decir que solamente existe una misión legítima que pueda ser cumplida por las entidades que ofrecen servicios bancarios. Los autores, empleando índices de diversidad institucional y relacionándolos con distintos indicadores de eficiencia y rentabilidad, demuestran que aquellos países (entre ellos España) donde predomina la diversidad institucional se encuentran en posiciones destacadas en rentabilidad y eficiencia. Además, promueven de forma más decidida la inclusión financiera. El artículo ofrece unas amplias conclusiones y lecciones estratégicas, con una revisión crítica de los planteamientos generales en los que se está cimentando la integración financiera y la importancia de conceder un mayor papel a la diversidad institucional, considerándola como un valor añadido del entorno competitivo europeo.

Las políticas de integración llevadas a cabo por la Unión Europea se han centrado principalmente en los problemas derivados de la pluralidad de condiciones financieras, enfocando sus esfuerzos en conceptos tales como «homogeneidad» y «consolidación». Sin embargo, la propia Comisión Europea reconoce, a partir de diversos informes de seguimiento del Plan de Acción de Servicios Financieros, que el mercado único de servicios financieros pasa por algo más que homogeneidad o consolidación transfronteriza, y que las realidades de los mercados locales suponen un elemento esencial para el adecuado funcionamiento de los sistemas financieros; todo ello sin renunciar a una progresiva armonización de las condiciones de acceso y precio en la Unión Europea. Con tal enfoque, el número 88 de *Perspectivas del Sistema Financiero* se cierra con la colaboración de los investigadores **Francisco Rodríguez Fernández** (Universidad de Granada y FUNCAS) y **Blanca Luisa Delgado Márquez** (Universidad de Granada), quienes, en su artículo «El impacto de la exclusión financiera en los países europeos: algo más que integración financiera», analizan algunos de los problemas sociales y financieros que plantea un escenario de integración financiera, centrandó su atención en el problema de la exclusión. Así, se estudia el fenómeno de la exclusión financiera en Europa, haciendo hin-

capié en el contraste entre la homogeneización institucional derivada de algunas políticas de integración y la diversidad de necesidades financieras en el ámbito social y geográfico. La intensificación de la competencia, la radicalización de conceptos como «valor del cliente» —entendido en muchas ocasiones más como «cliente adinerado» que como «valor de la clientela»—, y la consiguiente segmentación de los clientes y búsqueda de los más acaudalados, han sido variables especialmente determinantes para favorecer la exclusión. Por otra parte, a juicio de los autores, la evidencia acumulada pone de manifiesto que la desregulación en los sectores financieros mejora la inclusión financiera de algunos grupos sociales, dado que una mayor cantidad de productos está disponible para una base mayor de clientes, aunque, al mismo tiempo, puede complicarla para otros, fomentando, por ejemplo, una mayor segmentación entre los clientes. Más adelante, se ofrece al lector, desde una perspectiva más práctica, un diagnóstico general de la situación del acceso a los servicios financieros en la UE-25 y, en consonancia con estudios recientes a escala internacional, se analiza el desarrollo financiero de los países de la UE-25. Se pone de manifiesto que la existencia de importantes divergencias en el grado de desarrollo financiero es más acusada entre el grupo de países que conformaban la UE-15 y los nuevos estados miembros, que el

esfuerzo del proceso de integración resulta limitado si se centra únicamente en variables como el precio de los servicios, quedando patentes las divergencias existentes en términos de acceso y nivel de servicios financieros y, por último, que el grupo de países de la UE-15 presenta altos niveles de apalancamiento financiero, así como una mayor diversificación de recursos para cubrir la creciente demanda crediticia en un contexto, como el actual, de elevado endeudamiento familiar.

El presente volumen se cierra con un apéndice en el que se incluyen dos, ya citados, documentos de gran relevancia para el proceso de integración europea: el informe *Cross-Border Consolidation in the EU Financial Sector* y el *Libro Blanco de los Servicios Financieros en Europa (2005-2010)*. Ambos documentos complementan las colaboraciones cuyo contenido se ha comentado en esta introducción, constituyendo una obligada referencia para aquellos lectores interesados en profundizar en el estudio de los actuales procesos de integración y consolidación europea. Este número de *Perspectivas del Sistema Financiero* trata de ofrecer al lector una visión amplia y de conjunto de la integración y de la consolidación financiera en Europa, procesos que han sido discutidos y debatidos en las dos últimas décadas y que, sin embargo, ahora más que nunca, gozan de una intensidad, relevancia e implicaciones que merecen nuestra atención.

# Integración y consolidación financiera en Europa

David Vegara

Secretario de Estado de Economía

La creación de un sistema financiero integrado ha sido uno de los pilares del salto definitivo hacia la integración económica europea iniciado a mediados de los ochenta. Esta atención hacia las finanzas, que hasta entonces habían desempeñado un papel marginal en la dinámica comunitaria, resultaba innovadora en un entorno en el que muchos sistemas continentales seguían inspirados por un rígido intervencionismo y en el que los mercados anglosajones acababan de lanzar sus *big bang*. Desde esta perspectiva, la idea de un área financiera integrada incluida en el proyecto del Mercado Único, en la que el capital fluyera libremente y los servicios se prestaran sin trabas, fue precursora de la creciente importancia del sistema financiero para la economía real.

En efecto, en estos veinte años las transformaciones estructurales en los mercados financieros han sido numerosas y profundas: la liberalización de los movimientos de capital y de los pagos, el aumento de los flujos internacionales y la creación de grupos financieros globales, la innovación en tecnologías y productos. Las economías han disfrutado de la capacidad creativa de este proceso a través de mayor eficiencia en la asignación de riesgos y del ahorro a la inversión, pero también de su cara menos positiva con ocasión de numerosas crisis de alcance doméstico y global.

De forma paralela, se ha desarrollado una corriente de investigación económica cuyo objeto es estudiar la relación del grado de desarrollo de los sistemas financieros con el crecimiento y la eficiencia. Aunque la existencia de causalidad entre finanzas y progreso económico sigue siendo controvertida, se consolida la tesis de que la *profundización financiera* tiene grandes ventajas económicas, fundamentalmente a través del mayor acceso de las empresas a la financiación a largo plazo, la reducción de costes de transacción y la mayor calidad en la inversión (\*).

(\*) LEVINE, Ross (2004), *Finance and growth: theory and evidence*.

Queda confirmado, pues, que no se equivocaban quienes impulsaron la integración financiera en Europa como un mecanismo para reforzar los beneficios económicos del Mercado Único. Como tampoco se equivocaron quienes impulsaron desde finales de los sesenta la reforma del sistema financiero español mediante la introducción progresiva de las libertades fundamentales del mercado y la renovación de la regulación y supervisión.

El reconocimiento de la importancia del sistema financiero para el desempeño económico explica en parte el extraordinario impulso que ha experimentado el proceso de integración financiera europea en los últimos seis años. El ambicioso Plan de Acción de Servicios Financieros lanzado en 1999, aupado por el nacimiento del euro y con la vista puesta en la necesidad de mejorar el rendimiento de la economía europea, se ha cumplido de acuerdo con lo previsto. Se ha renovado el marco legislativo, mejorando la calidad de las normas y estableciendo normas comunes donde prevalecía la fragmentación. No sólo se han suprimido numerosas barreras a la competencia, haciendo efectivos los pasaportes comunitarios para emisores y entidades financieras, sino que se han reforzado la transparencia, la protección al inversor y la estabilidad financiera.

Mientras esto ocurría en la Unión Europea, los cambios en los mercados financieros globales se han acelerado. El grado de integración financiera mundial ha aumentado de forma considerable, como indica la pérdida de correlación entre el ahorro y la inversión domésticos y el consiguiente aumento de los flujos financieros netos entre países. Los mercados emergentes se han consolidado como una clase de activos con un perfil de rentabilidad-riesgo cada vez más atractivo, recibiendo flujos de capital crecientes y, en muchos casos, con instrumentos denominados en moneda nacional. Los mercados de derivados de crédito se han consolidado como un segmento esencial del sistema financie-

ro, donde el riesgo se negocia y se valora de forma aislada, contribuyendo de manera destacada a una gestión más eficiente para las entidades financieras. Por otra parte, la desintermediación, la institucionalización de la inversión y la necesidad de ahorro a largo plazo para responder al envejecimiento de la población han propiciado un trasvase masivo de riesgos desde el sistema financiero hacia los hogares, con implicaciones positivas para la estabilidad financiera, pero que potencialmente podrían ser negativas para la estabilidad macroeconómica.

Otro rasgo esencial de la dinámica reciente de los mercados financieros es la creciente concentración de la estructura de mercado y la creación de grupos financieros con presencia global. Esta tendencia no es nueva ni exclusiva del sector financiero, y obedece a las oportunidades de aprovechamiento de economías de escala. En EE.UU. ha sido particularmente intensa, debido a la supresión en 1999 de las restricciones legales a la combinación de negocios en distintos sectores financieros.

En la Unión Europea, a pesar de los avances en la supresión de barreras a la libre prestación de servicios, existía cierta insatisfacción por las dificultades que afrontaban las entidades para realizar operaciones de consolidación transfronterizas. En respuesta a esta situación, el ECOFIN pidió a la Comisión Europea, en septiembre de 2004, que analizara los obstáculos a las operaciones transfronterizas en el sector financiero. La Comisión, tras realizar una consulta pública, presentó su informe en forma de documento de trabajo al ECOFIN de noviembre de 2005.

El Comisario de Mercado Interior remitió una carta a los ministros resumiendo las principales conclusiones. El diagnóstico apunta a la existencia de un problema particular en el sector financiero, en el que sólo el 20 por 100 de las operaciones de consolidación son transfronterizas, frente a un 45 por 100 de media en otros sectores. La principal razón de esta mayor inclinación a la concentración interna es que las operaciones transfronterizas no generan suficiente valor económico, debido a una serie de obstáculos. La Comisión proponía a los ministros actuar en tres frentes: la actuación de los supervisores, los impedimentos a la reorganización empresarial y la fragmentación de los mercados minoristas.

Más allá del conjunto de iniciativas que la Comisión planea presentar en el marco de la estrategia de servicios financieros 2005-2010, su análisis ha dado lugar a un debate de gran interés sobre la relación entre la consolidación transfronteriza y la integración financiera en la Unión Europea, al que no han sido ajenas las entidades financieras españolas. Este número de *Perspecti-*

*vas del Sistema Financiero* supone, por tanto, una contribución muy oportuna al debate abierto.

En mi opinión, es preciso abordar la cuestión a partir de unos principios que permitan definir de manera precisa el problema y detectar los aspectos sobre los que es aconsejable actuar.

De acuerdo con el diagnóstico de la Comisión, el problema es que en el sector financiero existen obstáculos que están dificultando el aprovechamiento por parte de las empresas de las libertades de movimientos de capitales y de establecimiento del Tratado. Los costes económicos de esta situación pueden ser significativos, pues se está renunciando al aprovechamiento de una parte de los beneficios de la integración y los derivados de las economías de escala y de alcance, así como de la diversificación de riesgos. También es preocupante que los grupos financieros europeos encuentren más dificultades que sus competidores globales para alcanzar un tamaño óptimo.

La acción a escala comunitaria debería orientarse de manera prioritaria hacia aquellos obstáculos que tienen que ver con las actuaciones de los poderes públicos con fines proteccionistas y las insuficiencias en la integración de los mercados de servicios financieros. En cualquier caso, no debería olvidarse que la consolidación no es un fin, sino un medio a disposición de las entidades en los términos de la legislación del mercado interior y del funcionamiento de la economía de mercado.

En este sentido, resulta contraproducente la adopción de un enfoque omnicompreensivo de los obstáculos a la consolidación transfronteriza que mezcle obstáculos perniciosos con otros naturales, o cuya remoción entrañaría costes muy superiores a sus supuestos beneficios. Por ejemplo, no parece adecuado hablar de obstáculo cuando el impedimento obedece a que una de las empresas tiene una forma legal distinta de la sociedad, porque estamos hablando de entidades con objetivos distintos. En este ámbito es importante destacar, como hacía el Comisario en la carta citada, que la diversidad de formas legales es un elemento de riqueza del sistema financiero europeo; lo esencial para la política financiera es que todas las entidades compitan en igualdad de condiciones, independientemente de su forma legal.

En los próximos cinco años, el sistema financiero europeo seguirá cambiando. Los efectos beneficiosos del Plan de Acción se dejarán notar y las entidades tendrán que adaptarse a un marco más competitivo, aprendiendo a aprovechar las oportunidades de un mercado integrado sin perder de vista la competencia global. La política de servicios financieros pondrá el énfasis en la

consolidación dinámica del marco actual, con iniciativas menos numerosas y orientadas a problemas y segmentos específicos.

Desde el Comité de Servicios Financieros, el cual tengo el honor de presidir desde diciembre de 2005, tra-

taré de mantener el impulso de estos últimos años con debates vivos que permitan al Consejo liderar la dirección estratégica de la política financiera, con el fin último de que el sistema financiero aumente su contribución al crecimiento económico y el bienestar de los europeos.



# La estrategia europea de servicios financieros 2005-2010

## Principales desafíos e implicaciones para España

Fernando Valero San Paulo  
Gonzalo García Andrés

### I. EL PUNTO DE PARTIDA

#### 1. Una renovación profunda del marco institucional de los servicios financieros en la UE

El planeta de las finanzas se caracteriza desde hace décadas por su irrefrenable tendencia a la innovación y al cambio. Los mercados financieros, en particular en los países anglosajones, suelen situarse en la vanguardia de las transformaciones que afectan a la economía. Tradicionalmente, es el sector privado el protagonista de la rápida evolución, mientras los reguladores y supervisores se afanan, muchas veces sin éxito, por adaptarse.

Por eso resulta tan insólito el proceso que ha experimentado el sistema financiero de la Unión Europea (UE) desde 1999. Hasta los más viejos actores del mundo financiero (directivos, *traders*, contables, supervisores, reguladores) se habrán visto sorprendidos por la magnitud y el alcance de los cambios de este período. Y en esta ocasión la iniciativa del proceso la han llevado las autoridades públicas, quedando para los mercados el papel de participar en el diseño de las reformas mediante la consulta y tratar de adaptarse a sus consecuencias.

El proyecto lanzado en 1999 obedecía a dos objetivos fundamentales. El primero era aprovechar plenamente los beneficios potenciales de la creación del euro. El segundo era mejorar el desempeño económico de la UE. En ambos casos, la forma de conseguirlos era hacer realidad el Área Financiera Integrada concebida por primera vez en el *Libro Blanco sobre el Mercado Interior Único* de 1985. Un espacio en el que el capital pudiera moverse entre los estados miembros sin trabas y en el

que las entidades financieras pudieran prestar servicios de forma directa o mediante el establecimiento de sucursales. En el período 1989-1993 se sentaron las bases de este proyecto, haciendo efectiva la libre circulación de capitales y aplicando al sector de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión el esquema de armonización, reconocimiento mutuo y supervisión por el Estado de origen. No obstante, a finales de los noventa se hicieron evidentes las insuficiencias de lo avanzado hasta ese momento.

Así surgió el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), un ambicioso programa de medidas, en gran parte legislativas, articuladas en torno a tres objetivos estratégicos: mercados mayoristas, mercados minoristas y normas prudenciales. En marzo de 2000, el PASF se convirtió en una pieza prioritaria dentro de la agenda de Lisboa, y el Consejo Europeo fijó 2005 como fecha límite para su aplicación. Aunque pocos hubieran apostado por ello en ese momento, y en contraste con otros grandes proyectos europeos, el PASF se ha cumplido casi completamente y a tiempo —41 medidas aprobadas de las 42 previstas (1).

En perspectiva, los logros más trascendentes del PASF son el establecimiento de una regulación común y de calidad para los mercados de valores y la renovación de la regulación prudencial en el sector bancario.

La experiencia de EE.UU. durante los años noventa y la investigación reciente resaltan los beneficios económicos asociados a unos mercados de capitales líquidos y profundos, en particular en un contexto de innovación tecnológica (2). La fragmentación en los mercados europeos, derivada de diferencias en la legislación y en las prácticas de supervisión, unida al elevado peso de



la financiación intermediada en la Europa continental, hacía muy difícil el aprovechamiento de estas ventajas. Frente a esta situación, el PASF ha conseguido suprimir las barreras a la competencia en la prestación de servicios y en la captación de capital, armonizar las normas de conducta y establecer unos estándares comunes de información financiera para las sociedades cotizadas. La última pieza de este esfuerzo es la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros, que introduce competencia entre los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación y las propias empresas de servicios de inversión en la ejecución de órdenes.

En el ámbito de la regulación prudencial, la Directiva de Adecuación de Capital, que transpone a la legislación comunitaria el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea (3), introduce un enfoque completamente nuevo. Sin duda, esta reforma es producto del esfuerzo de coordinación internacional, en el que el Banco de España ha tenido un papel muy destacado.

Pero el proceso de negociación y aplicación en la UE introduce factores específicos muy relevantes. En primer lugar, se aplicará a todas las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, ampliando el ámbito del Acuerdo, que se limita a los bancos internacionalmente activos. En segundo lugar, la mayor discrecionalidad que el nuevo marco reserva a los supervisores ha aconsejado la introducción de ciertos ajustes en el funcionamiento de la supervisión, que reforzarán la cooperación. Por último, los problemas políticos relacionados con el impacto de la nueva regulación (por ejemplo sobre las PYME o sobre el capital riesgo) se han solucionado durante la preparación de la propuesta de directiva, de manera que meses antes de su entrada en vigor existe un claro consenso político sobre la importancia de su efectiva aplicación. En este último ámbito, el contraste con EE.UU. es ilustrativo y subraya el papel de liderazgo que debe desempeñar la UE en la aplicación de esta reforma durante los próximos años.

A partir de 2002, el PASF se ha visto complementado por dos factores adicionales que han profundizado el alcance de los cambios en el marco institucional de los servicios financieros en la UE. El primero es la reforma de la arquitectura de regulación y supervisión derivada de las recomendaciones del Informe Lamfalussy (2001), aplicada primero en el sector de valores y posteriormente ampliada a los sectores de banca y seguros. El segundo es la respuesta a los episodios de crisis en grandes empresas ligados a la manipulación de la información financiera y a los conflictos de interés.

La filosofía de la reforma Lamfalussy se basaba en agilizar el procedimiento de producción de normas financieras, mediante la utilización de un nivel reglamentario

a través de la *comitología* (4), y en reforzar la cooperación entre supervisores para conseguir la convergencia en las prácticas y la consistencia en la aplicación de las normas. En última instancia, el objetivo era tratar de hacer compatible el modelo de supervisores nacionales con el objetivo de crear un mercado de capitales integrado. Es elocuente la advertencia con la que concluía el Informe en el sentido de que si esta reforma no funcionaba, la alternativa sería un supervisor único para los mercados de valores.

Tras superar, en el primer semestre de 2002 (bajo Presidencia española del Consejo de la UE), las fricciones institucionales con el Parlamento Europeo suscitadas por la apuesta por la *comitología* (5), el modelo Lamfalussy se puso en marcha con la creación del Comité Europeo de Valores y el Comité Europeo de Supervisores de Valores (más conocido como CESR, por sus siglas en inglés). En gran medida, su aplicación permitió avanzar de acuerdo con los exigentes plazos previstos en la renovación de la legislación de valores. Así, se aprobaron las directivas de Abuso de Mercado, Folletos, Transparencia y Mercados de Instrumentos Financieros (estas dos últimas todavía están desarrollándose por *comitología*), así como el Reglamento de las Normas Internacionales de Contabilidad.

Esta contribución del modelo Lamfalussy a la consecución del objetivo de un mercado de capitales integrado fue esencial para convencer a las instituciones comunitarias para que se generalizara a los otros dos sectores financieros. Fue el Consejo quien impulsó esta iniciativa, que se materializó en 2003-2004 con la creación del Comité Europeo Bancario (EBC), el Comité Europeo de Seguros y Fondos de Pensiones de Empleo (EIOPC), el Comité Europeo de Conglomerados Financieros (EFCC), el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS) y el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Fondos de Pensiones de Empleo (CEIOPS). También en el marco de este proceso, el Consejo decidió crear en su seno el Comité de Servicios Financieros (CSF), encargado de la reflexión estratégica, horizontal y al margen del procedimiento legislativo sobre las cuestiones de política financiera europea. Este Comité, que desde diciembre de 2005 está presidido por el Secretario de Estado de Economía español, surgió en respuesta a la importancia creciente de los temas de servicios financieros en la agenda de política económica y financiera del ECOFIN.

Detrás de la ensalada de siglas se encuentra un nuevo marco institucional que ha permitido hacer un uso más racional de los recursos destinados a la elaboración de las normas financieras, separando de manera más clara las instancias técnicas de las políticas, y sobre todo ha creado un mecanismo reforzado para la cooperación real de los supervisores.

La reacción de las autoridades europeas al seísmo que provocó la quiebra de Enron fue más templada que la de sus homólogas americanas, pero se ha traducido en un conjunto amplio de medidas. Algunas de ellas ya formaban parte del PASF (como la Directiva de Abuso de Mercado o el Reglamento sobre Normas Internacionales de Contabilidad), aunque su aprobación se facilitó sin duda por el clima de crisis de confianza en los mercados de capitales. Otras se incluyeron en el Plan de Acción sobre derecho de sociedades y reforzamiento del gobierno corporativo, aprobado en 2004, sobre la base de las recomendaciones del Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre derecho de sociedades. En materia de gobierno corporativo, el enfoque adoptado es el de *cumplir o explicar*, que pretende utilizar al máximo la disciplina de mercado y la transparencia, estableciendo obligaciones imperativas de información pero reduciendo la intervención en la organización interna de las sociedades.

Una parte sustancial de las normas *blandas* en este ámbito se han aprobado ya a través de las recomendaciones de la Comisión sobre retribuciones y sobre consejeros no ejecutivos. En otros ámbitos donde los conflictos de interés han dado lugar a fallos de mercado, como el de los analistas financieros o el de las agencias de calificación de riesgos, la Comisión ha decidido, tras un análisis de las opciones, no proponer regulación.

## **2. El estado actual de la integración**

Al analizar el grado de integración financiera, se trata de determinar en qué medida se interrelacionan la oferta y demanda de fondos prestables en la UE. En otras palabras, de cómo fluyen los capitales de las unidades económicas con superávit hacia las unidades económicas con déficit y cómo se asigna el riesgo de estas operaciones económicas entre los agentes en el conjunto de la Unión. Más formalmente, desde un punto de vista teórico, se ha definido la integración financiera como la existencia de un mercado perfectamente integrado en el que se valida la Ley del Precio Único (haciendo abstracción de las diferencias en los tratamientos fiscales) y donde la oferta y la demanda reaccionan inmediatamente a los diferenciales de precio transfronterizos. Asimismo, y siguiendo al BCE (2003), es posible definir la integración financiera como una situación en la que no existen fricciones que sean motivo de discriminación entre los agentes económicos a la hora de acceder al capital o realizar inversiones en los mercados financieros, en particular en razón de su ubicación. La realización de la integración financiera supone la eliminación de obstáculos al aprovechamiento óptimo de las externalidades de red y las economías de escala y de alcance de las que pueden beneficiarse los participantes en un mercado amplio, así como el esta-

blecimiento de reglas, prácticas y normas comunes a todos ellos y a los proveedores de servicios.

En cualquier caso, la teoría económica subraya los potenciales efectos positivos de la integración financiera en términos de una más eficiente asignación de recursos y riesgos, incluyendo la posibilidad de explotar economías de escala y alcance, una mayor diversidad de servicios financieros a disposición de inversores y demandantes de financiación al impulsarse posiblemente la innovación financiera, y facilitar la superación de eventuales restricciones cuantitativas de crédito, lo que permite la optimización intertemporal de las decisiones de consumo y ahorro de los agentes, sí bien es posible también la aparición de nuevos canales de transmisión de crisis financieras.

Desde una perspectiva empírica, en el caso europeo varios estudios sobre el impacto de la integración son unánimes en subrayar los potenciales beneficios en términos de crecimiento y empleo (6), aunque no proporcionen una visión completa y global de la totalidad de los efectos económicos. Asimismo, otros estudios que se han centrado en analizar los efectos sobre la eficiencia y la estabilidad financieras, entendidos como objetivos intermedios para el logro del crecimiento económico, corroboran que la integración permite la explotación de economías de escala y de alcance, el desarrollo de una mayor innovación financiera y una mejor asignación de riesgos, aunque advierten de la posibilidad de que también se facilite el contagio de crisis financieras.

A la hora de estudiar el grado de integración del sistema financiero europeo, debe tenerse en cuenta su estructura, caracterizada por la preponderancia de la intermediación financiera a pesar del fuerte aumento en los últimos años de la desintermediación financiera y, con ella, del acceso directo de los demandantes de fondos prestables a los inversores finales. Otra característica reseñable es la diferente estructura financiera de los estados miembros de la Unión. Los tres principales instrumentos de acceso a la financiación, los préstamos bancarios, la emisión de bonos y la emisión de acciones, tienen pesos relativos muy diversos en los distintos países europeos. Es en este contexto en el que debe estudiarse la integración financiera, que progresa fundamentalmente por dos vías: mediante la realización directa o indirecta de actividades financieras a escala transfronteriza (comercialización de servicios financieros, directa o indirectamente, en otros estados miembros), así como a través de la presencia en el mercado financiero de otro estado miembro para ofrecer servicios financieros.

Teniendo lo anterior en cuenta, la integración financiera en la UE ha avanzado significativamente en los últimos años, aunque existen segmentos en los que es más limitada.

Entre los avances más notables, cabe destacar los mercados monetarios interbancarios. En efecto, el mercado de depósitos interbancarios está plenamente integrado en la zona euro desde la introducción de la moneda única, como refleja la plena convergencia de los tipos de interés EONIA y EURIBOR (7) en los distintos estados miembros que han adoptado el euro. Adicionalmente, se ha observado un aumento de las transacciones transfronterizas en este mercado, que representan más del 30 por 100 del valor de las operaciones diarias. En cuanto al mercado interbancario de *repos*, su integración está también muy avanzada, si bien no al mismo nivel que el de los depósitos interbancarios. La desviación típica de los tipos de interés EUREPO de los estados miembros de la zona euro es ligeramente superior al caso de los tipos de interés EONIA o EURIBOR. Este hecho se explica por la diferencia existente aún en el colateral del *repo*, que conduce a una diferencia de un par de puntos básicos en este tipo de operaciones en los diferentes países de la Unión Monetaria.

También es destacable la integración en los mercados de valores. En lo que respecta a los mercados de deuda pública, se observó, con la introducción del euro y la eliminación del riesgo de cambio, la convergencia de las rentabilidades en los países de la zona euro y la creciente tendencia a verse afectadas por factores comunes, si bien factores locales como el grado de liquidez, aspectos técnicos del mercado o el desarrollo de derivados ligados a la deuda pública continúan jugando un papel y justifican en parte el mantenimiento de diferenciales de rentabilidad.

Los mercados de renta fija privada se han integrado también en la UE. Los estudios al respecto muestran que los factores nacionales explican sólo una pequeña proporción de la dispersión de los diferenciales observados de rentabilidad.

En los activos de renta variable, se comprueba que sus rentabilidades se ven crecientemente influidas por causas comunes. En efecto, se ha observado una mayor sensibilidad a choques comunes de origen tanto europeo como estadounidense en los últimos años, si bien recientemente parece haber aumentado la influencia relativa de los factores europeos. Con todo, parece existir margen para una mayor integración.

Adicionalmente, en todos los mercados se constata una mayor presencia de flujos de residentes en otros estados miembros, reflejo de la reducción del sesgo doméstico en los inversores europeos.

En realidad, se comprueba una adaptación de los agentes europeos, inversores y demandantes de financiación, intermediarios financieros y otras sociedades hacia una toma de sus decisiones financieras acorde

con el marco de mayor integración financiera. En efecto, los intermediarios financieros están adaptando su gestión de activos y pasivos a una perspectiva europea frente a una local, reorganizando sus estructuras en el ámbito europeo según un enfoque funcional y no geográfico.

También a este respecto se observa un incipiente cambio estructural sobre la base de operaciones de consolidación transfronteriza, si bien la evidencia empírica recogida por la Comisión Europea señala que, hasta la fecha, este tipo de operaciones han sido limitadas en comparación con otros sectores económicos o con las realizadas en el ámbito interno, son efectuadas principalmente por grandes empresas, involucrando más frecuentemente agentes del mismo subsector financiero, y son más habituales en el sector de banca de inversión que en los de banca general, seguros o conglomerados financieros. En términos geográficos, la reestructuración del sector financiero europeo es intensa, comparable a la de Estados Unidos y superior a la del resto del mundo. La consolidación ha conducido a agrupaciones regionales en el Benelux y en los países escandinavos, siendo también relevantes los flujos hacia los nuevos estados miembros, pero no se han constatado hasta la fecha otras tendencias de agrupación en los antiguos estados miembros (UE-15).

No obstante, en el proceso de integración financiera se mantienen retos en la medida en que el grado de avance ha sido menor. En el ámbito de las infraestructuras de mercado, ha habido progresos significativos como el sistema de pagos TARGET, pero es necesario continuar para lograr un sistema de pagos único en euros, para lo que está en marcha el proyecto *SEPA (Single Euro Payments Area)*. Asimismo, la progresión en la infraestructura de negociación y post-negociación (compensación y liquidación) de valores ha sido también limitada, configurándose como una de las grandes barreras a la plena integración de los mercados de valores.

Otro de los ámbitos más retrasados es, sin duda, el sector financiero minorista, definido a partir de sus usuarios como aquel sector dirigido a agentes (individuos, hogares y PYME) que no tienen acceso directo a los mercados de dinero y de capitales. En general, este segmento se mantiene fragmentado nacionalmente, sin que se esté dando un pleno aprovechamiento del potencial de mejora del bienestar que ofrece el mercado interior. La adquisición transfronteriza de productos financieros es baja, y está asociada en gran parte a la migración interior en la Unión y al grado de sofisticación financiera del agente.

En relación con algunos segmentos minoristas específicos, y sin ánimo exhaustivo, desde la perspectiva de

los minoristas como inversores, el segmento de cuentas y depósitos bancarios es el único en el que existe un relativamente avanzado nivel de convergencia en tipos de interés y en márgenes, debido a políticas agresivas de precios por bancos a través de internet y por nuevos entrantes al mercado, mayor conocimiento de precios por los consumidores y distribución a través de diversos canales alternativos. En fondos de inversión, y en concreto los armonizados a través de la normativa sobre UCITS (8), se han producido avances en la distribución transfronteriza a través de intermediarios domésticos. Sin embargo, las comisiones no han variado y no se han explotado plenamente las potenciales economías de escala. Además, el número de fondos extranjeros es aún relativamente pequeño en comparación con el número de fondos internos.

Desde la perspectiva como demandantes de fondos prestables, en el segmento del crédito hipotecario para vivienda se ha evidenciado una convergencia en tipos de interés, pero las diferencias entre estados miembros siguen siendo sustanciales, y los hogares no tienen acceso a toda la gama de créditos hipotecarios. El mercado hipotecario está fragmentado nacionalmente, con elevados grados de consolidación.

En cuanto a pagos transfronterizos, la legislación comunitaria ha impulsado la reducción de sus costes de realización, convergiendo además las comisiones entre estados miembros, pero, como ya se ha comentado, no existe aún verdaderamente un sistema de pagos único en la Unión.

En definitiva, el grado de integración financiera en la UE es notable, si bien se mantienen importantes márgenes de mejora en los que debe perseverar la acción tanto de las autoridades como de los agentes del sector privado para poder beneficiarse plenamente de las ventajas que ofrece un mercado único. Además, debe tenerse en cuenta la creciente importancia de un mercado europeo integrado en el ámbito internacional, dentro del proceso de globalización de los mercados financieros internacionales. A este respecto, la integración supone una mayor influencia y responsabilidad a escala mundial a la hora de asegurar la eficiente asignación de recursos y de riesgos en los mercados financieros, así como la protección de los inversores y la estabilidad del sistema financiero internacional.

## **II. EL LIBRO BLANCO DE LA COMISIÓN EUROPEA Y LAS LÍNEAS BÁSICAS DE LA ESTRATEGIA PARA 2005-2010**

---

En este contexto, la política financiera de la UE prosigue sus esfuerzos para lograr una mayor integración, y con ella mayores beneficios en términos de bienestar.

A este respecto, a comienzos de diciembre de 2005 la Comisión Europea hizo público su *Libro Blanco* sobre política de servicios financieros en el período 2005-2010. Como es sabido, la Comisión Europea presenta las líneas maestras de las iniciativas que pretende impulsar en este plazo de tiempo, y que requerirán la participación del Consejo y del Parlamento Europeo a la hora de elaborar propuestas de regulación.

En el *Libro Blanco*, la Comisión Europea ha especificado cuatro objetivos concretos para los próximos cinco años: consolidar dinámicamente lo logrado; eliminar las restantes barreras económicamente significativas a la integración financiera; poner en práctica, hacer cumplir y evaluar la legislación existente, así como aplicar un enfoque de *mejor regulación* a las iniciativas futuras, y mejorar la cooperación y la convergencia de la supervisión en la UE, así como profundizar las relaciones con otras plazas financieras globales y reforzar la influencia europea a escala internacional.

Respecto a las medidas que la Comisión Europea pretende impulsar, es posible resumirlas analizando cuatro ámbitos de actuación.

Destaca, en primer lugar, el tratamiento de la regulación financiera, en el que sobresale la propuesta de adoptar un enfoque de *mejor regulación*, basado en consultas a los agentes y en la realización de evaluaciones de impacto, evitar la adición de regulaciones suplementarias (9), y llevar a cabo evaluaciones *ex post* de las medidas (10), eliminando o modificando aquellas normas que no hayan resultado efectivas. Asimismo, se propone un esfuerzo de simplificación, codificación y clarificación de la regulación europea, incluyendo un estudio de su consistencia sectorial e inter-sectorial. También se enfatiza la participación de los usuarios en el proceso de regulación, animando a la Comisión los esfuerzos en los terrenos de la educación y de la información a los consumidores, y se reforzará la cooperación con otras áreas de política económica, dada la interrelación existente. La regulación y la supervisión financiera europea seguirán basadas en el enfoque Lamfalussy, extendido en 2005 del ámbito de valores a banca y seguros, previendo el *Libro Blanco* un mayor desarrollo, con una mayor cooperación intersectorial e internacional para lograr una convergencia global de estándares donde se requiera.

Otra área sobresaliente en el *Libro Blanco* es la de los retos de la supervisión. Sobre este punto, la Comisión resalta que en los próximos cinco años será necesario clarificar y optimizar las responsabilidades de los supervisores de origen y destino conforme se acelere la integración, se explore la delegación de tareas y de responsabilidades, se mejore la eficiencia de la supervisión, evitando la duplicidad de los requerimientos de

información a las entidades supervisadas, y se desarrolle una cooperación más consistente y actualizada, creándose una verdadera cultura supervisora europea. Estas medidas están inspiradas en las recomendaciones del informe sobre supervisión financiera elaborado por el Comité de Servicios Financieros, que el ECOFIN ha aprobado en su reunión de mayo de 2006.

En tercer lugar, en cuanto a las iniciativas normativas, las actuaciones previstas son limitadas y circunscritas a ámbitos donde se han identificado problemas concretos.

En relación con las infraestructuras de mercado, la Comisión prevé abordar la integración de la compensación y liquidación de valores (11), estando prevista una decisión sobre una eventual propuesta de directiva antes del verano de 2006, tras su segunda Comunicación, de 2004, y la realización de un análisis de impacto. También sigue en marcha la iniciativa SEPA, con el objetivo de la creación de un sistema integrado de pagos (12) para 2010.

En lo que respecta al sector minorista, son varias las cuestiones que se pretende tratar. Sobre el mercado hipotecario, tal vez el más trascendente cuantitativamente, se está a la espera de la publicación, a lo largo de 2006, de un libro blanco específico, después de que un estudio (13) encargado por la propia Comisión remarcará los beneficios de la integración de este segmento, en términos de ampliación de productos disponibles y de coste de los mismos, y de la publicación en 2005 del *Libro Verde*, en el que la Comisión dejaba abiertas sus opciones de actuación, si bien parecen orientadas hacia la cuestión de la financiación del crédito hipotecario. También en el ámbito de las finanzas minoristas, el *Libro Blanco* recuerda la propuesta modificada de Directiva sobre crédito al consumo presentada en octubre de 2005. Como futuras iniciativas, que estarían sujetas al enfoque de *mejor regulación*, el *Libro Blanco* menciona los fondos de inversión y los segmentos de cuentas bancarias y de intermediarios de crédito. Sobre fondos de inversión, está prevista la publicación de un libro blanco en la segunda mitad de 2006, mientras se trabaja en una aplicación consistente de la normativa sobre UCITS.

Respecto del sector asegurador, la principal línea de actuación (14) es el avance en el Proyecto de Solvencia II, que supone una revisión de la regulación en el sentido de introducir cálculos en los requisitos de capital de estas entidades alineados con los riesgos asumidos, una mayor armonización de las provisiones técnicas y una mayor convergencia de las prácticas de supervisión, lo que supone aplicar el enfoque de Basilea II.

Finalmente, el *Libro Blanco* también hace mención a la consolidación transfronteriza. Recuerda que la Comi-

sión, junto con los comités de supervisores, está actualmente revisando la normativa bancaria y aseguradora relativa a la supervisión de las participaciones significativas en entidades de estos sectores (15), con objeto de lograr una mayor transparencia y objetividad en la actuación de los supervisores para evitar que esta labor se convierta en una barrera injustificada a la consolidación transfronteriza. Asimismo, se hace eco del estudio presentado por la Comisión en octubre de 2005, que dio soporte a la carta remitida por el Comisario de Mercado Interior a los ministros, en la que, frente a la insuficiente consolidación transfronteriza en el sector financiero, se proponían tres líneas de actuación: sobre la labor de los supervisores, sobre los impedimentos a la reorganización empresarial y sobre la fragmentación de los mercados minoristas. El *Libro Blanco* anuncia acciones en 2006, sin precisarlas.

Finalmente, se descarta nueva legislación en las áreas de agencias de calificación, analistas financieros, medidas de desarrollo para la Directiva de OPA (16), y en los requisitos de capital para mercados regulados. Asimismo, se recoge el escepticismo de la mayoría de agentes consultados sobre el uso de los denominados *Regímenes 26* (17) en el área de los servicios financieros.

Por último, el *Libro Blanco* enfatiza el deseo de impulsar la vertiente exterior de la política financiera europea en el sentido de tener un papel de liderazgo en el establecimiento de estándares a escala global, de promover la apertura de los mercados financieros e impulsar la cooperación con otras autoridades financieras (18) y en los foros financieros internacionales.

### III. UNA VALORACIÓN DE LA ESTRATEGIA: LOS PRINCIPALES DESAFÍOS

---

El proceso de elaboración de la nueva estrategia de servicios financieros ha sido largo (se inició en 2003), y se ha beneficiado de una extensa consulta con la industria y otras partes interesadas, así como de las opiniones preliminares del Consejo y del Parlamento europeos. No obstante, se ha echado en falta un debate abierto sobre los verdaderos desafíos para el futuro, quizá porque el énfasis se ha puesto en los pocos aspectos en los que parece existir un consenso amplio. El resultado es una cierta incertidumbre respecto a qué tipo de proyectos son prioritarios y, sobre todo, respecto a qué tipo de instrumentos propondrá utilizar la Comisión para realizarlos. A continuación repasamos los que, en nuestra opinión, son los principales desafíos para el mercado europeo de servicios financieros, de acuerdo con el diagnóstico realizado anteriormente.

1) *Hacer efectivos los beneficios económicos del PASF*. La dinámica de la acción de la UE tiende a hacer

que los proyectos acabados dejen paso rápidamente a nuevos programas y objetivos. Sin duda, esta pulsión reformadora tiene efectos muy beneficiosos, y explica en parte por qué el marco institucional del sistema financiero se ha renovado por propia iniciativa, sin tener que responder a una crisis como suele suceder en otros países. Pero también tiene la contraindicación de que dificulta valorar lo ya conseguido y explotar al máximo los esfuerzos empleados. Por eso tiene gran sensatez la idea de la consolidación dinámica, que fija como prioridad la obtención de los máximos beneficios económicos del PASF. No se trata de una pausa regulatoria obligada tras un exceso de regulación, como una parte de la industria ha querido transmitir; responde simplemente a la necesidad de centrar la atención en las medidas necesarias para conseguir que las normas comunitarias se transpongan a tiempo y de forma adecuada y se apliquen de manera consistente, para que puedan activarse los efectos económicos perseguidos. Se conseguirá así suprimir numerosas barreras de entrada y reducir sustancialmente costes de transacción ligados a las diferencias en las normas o en las prácticas de supervisión.

El resultado será una mayor competencia, menores costes de intermediación, menor coste de uso del capital y mejor acceso de las empresas y de los hogares a la financiación. Los requerimientos de capital serán más sensibles al riesgo, lo que ayudará a mejorar los sistemas internos de control y a hacer más eficiente la asignación de riesgos. En definitiva, un sistema financiero más eficiente (incluyendo en esta noción de eficiencia no sólo los costes, sino también la estabilidad y la protección al inversor) que contribuya a impulsar el crecimiento de la inversión, la renta y el empleo.

2) *Conseguir la convergencia en la supervisión.* Es posible que la primera pregunta que haría un observador externo sobre la estrategia para los próximos años fuera: ¿Es posible construir un mercado integrado con más de 50 autoridades supervisoras? El modelo de distribución de competencias introducido en las directivas bancarias a finales de los ochenta, aplicado posteriormente con escasas modificaciones al resto de sectores, tomó como referencia lógica la entidad legal individual. La competencia de supervisión a escala individual corresponde a la autoridad del Estado de origen (en el que se ha autorizado dicha entidad) y se extiende a la actividad desarrollada mediante el establecimiento de sucursales en otros estados miembros (con la excepción de la liquidez). A esta primera capa de supervisión se añade después la supervisión en base consolidada de los grupos de entidades financieras, que se atribuye con carácter general al supervisor de la matriz.

Este modelo, que responde a una lógica prudencial y legal sólida, afronta problemas en su funcionamiento como consecuencia del aumento en la integración y el

desarrollo de grupos financieros transfronterizos organizados en su mayoría en torno a filiales (19). Por una parte, las divergencias en las prácticas de supervisión elevan los costes de cumplimiento y constituyen una barrera a la entrada dentro del mercado interior. Por otra parte, la existencia de diversas autoridades competentes para el mismo grupo puede dificultar la resolución de eventuales crisis financieras, dado que no existe incentivo a internalizar los efectos externos de las propias decisiones.

El enfoque adoptado en la estrategia es evolutivo y pragmático, basándose en el impulso a la cooperación de los comités de supervisores y las actuaciones limitadas en ámbitos donde la armonización es insuficiente. El informe sobre supervisión financiera del Comité de Servicios Financieros, al que se ha aludido anteriormente y en cuya redacción ha participado activamente España, pretende dar contenido a este enfoque, proponiendo recomendaciones concretas para alcanzar la convergencia y avanzar hacia una cultura supervisora común.

La presión de los grandes grupos financieros con vocación paneuropea para racionalizar el sistema de supervisión, a la que varios estados miembros son sensibles, es intensa y tenderá previsiblemente a aumentar (20). También la capacidad de los mercados financieros europeos para competir en los mercados globales y la influencia de la UE en el proceso de definición de estándares internacionales dependen en parte del éxito en la convergencia. Por eso es un desafío fundamental del que depende la credibilidad del proyecto.

3) *Impulsar la integración y consolidación de las infraestructuras de pagos y de valores.* A pesar de los planes de la Comisión y de algunas de sus expeditivas iniciativas pasadas, las infraestructuras para realizar las transacciones con medios de pago y con valores han quedado rezagadas de los avances hacia la integración. Y esta situación sorprende, puesto que estas cañerías del sistema financiero son extremadamente importantes para los objetivos de interés público de la política financiera. La ineficiencia productiva en los servicios transfronterizos genera elevados costes de transacción que merman los beneficios de la integración financiera. Conseguir además la eficiencia asignativa que permita que las rebajas eventuales de costes se trasladen a los precios finales es complicado en una industria de red con elevados costes fijos y características cercanas al monopolio natural en algunos servicios. Por último, cualquier sistema integrado debe mantener la seguridad frente al riesgo sistémico inherente a estas actividades y la protección a los usuarios e inversores.

Se trata, en cualquier caso, de ámbitos donde se entremezclan una gran complejidad técnica con intereses

económicos sustanciales y aspectos políticos de gran calado. Además, existe una dificultad añadida para que los sistemas nacionales, que normalmente son eficientes y seguros, pasen a formar parte de un sistema interconectado: las infraestructuras. No es nada sencillo hacer compatibles los procedimientos, las prácticas y los sistemas informáticos.

En estas condiciones, es fundamental que las instituciones públicas comunitarias tomen la iniciativa para galvanizar los proyectos ya existentes en el sector privado e impulsar una integración que, en cualquier caso, llevará su tiempo. Las actuaciones públicas deben ir encaminadas a reducir los costes de las operaciones transfronterizas y a hacer efectiva la competencia, garantizando los objetivos de eficiencia, estabilidad y protección a usuarios e inversores; en ningún caso deben interferir con las decisiones privadas sobre la estructura del mercado o de los negocios.

4) *Encontrar una fórmula para avanzar en la integración de los mercados minoristas.* El retraso relativo en el grado de integración de la mayor parte de los mercados minoristas y su persistente fragmentación, a los que se ha aludido anteriormente, son fenómenos que no deberían sorprender. La venta de créditos hipotecarios y al consumo, de seguros de vida y de productos de ahorro a largo plazo, entre otros, constituye un tipo de actividad en la que es muy importante la confianza y el contacto físico con el cliente. El entorno institucional, e incluso sociológico, también influye de manera decisiva en la prestación de servicios financieros minoristas: el nivel de la cultura financiera, los tipos de productos tradicionales, el tratamiento fiscal...

Existen por tanto barreras naturales que limitan la integración de los mercados minoristas europeos, haciendo menos atractiva la prestación transfronteriza de servicios y elevando los costes de proveer dichos servicios en distintos estados miembros. Ahora bien, el reconocimiento pragmático de estas barreras no debería conducir a la aceptación resignada del *statu quo*.

Como señalan diversos estudios (21), los beneficios económicos de una mayor integración de los mercados minoristas serían muy significativos. Sin menospreciar la significación económica de lo conseguido en el ámbito mayorista, lo cierto es que el proyecto de integración del sistema financiero europeo quedaría seriamente inconcluso si sus beneficios no llegaran a los hogares y a las PYME.

No se trata de dismantelar las barreras naturales, o incluso algunas de las institucionales, que están enraizadas en los estados miembros, sino de actuar en el ámbito de la regulación financiera para facilitar la competencia y suprimir barreras injustificadas e innecesarias.

La tarea no es fácil. El modelo del mercado interior de servicios financieros reservó a los estados miembros de acogida (donde se presta el servicio) la facultad de establecer las normas de conducta y de protección a los clientes e inversores. En el ámbito de los servicios de inversión, la Directiva de mercados de instrumentos financieros ha conseguido un gran avance mediante la armonización de las normas de conducta. Pero, para los productos minoristas de banca y seguros, ni la armonización completa de estas normas ni la aplicación directa del reconocimiento mutuo sin armonización parecen opciones políticamente factibles.

La vía más prometedora es la de combinar la armonización de aspectos esenciales con la aplicación del reconocimiento mutuo en aspectos no esenciales, como ha reconocido la European Financial Roundtable (2006), que agrupa a varios de los principales grupos financieros europeos; aunque existen otras, como la de explorar el *Régimen 26*, que ya se ha utilizado en el sector de la inversión colectiva. Desde la Presidencia del Comité de Servicios Financieros, España tratará de impulsar el debate sobre la fórmula adecuada para avanzar, particularmente en ámbitos de gran trascendencia económica como el mercado hipotecario o los productos de ahorro a largo plazo. No será fácil, porque existen muchas resistencias al cambio, en particular por parte de algunas entidades que temen perder su posición competitiva actual, así como por estados miembros que siguen pensando que sus modelos de regulación son excelentes y no están dispuestos a sustituirlos por una regulación más imperfecta, pero común.

La integración de los mercados hipotecarios reviste particular importancia, tanto por su peso cuantitativo (22), como por sus implicaciones macroeconómicas y sobre el bienestar de los hogares. Como se señaló anteriormente, las diferencias en la legislación registral y civil, así como en los regímenes de protección a los prestatarios, han impedido la convergencia efectiva en los precios, de manera que los mercados nacionales están conectados, pero presentan grandes diferencias en sus niveles de competencia y en las características de la deuda hipotecaria.

El estudio de *London Economics* encargado por la Comisión Europea, ya citado, estima en un 0,89 por 100 del PIB comunitario los beneficios netos en términos de valor actual que se derivarían de una integración basada en la supresión a las barreras que permitiera que todos los productos estuvieran disponibles en toda la UE al mismo precio. Los beneficios se derivarían fundamentalmente del aumento del consumo asociado a una mayor inversión en vivienda y una mayor capacidad para asignar eficientemente los riesgos y alisar el perfil de consumo de los hogares. No se incluyen pues los beneficios asociados a una mayor simetría en el mecanismo de

transmisión monetaria, que la OCDE viene recomendando de forma reiterada a la zona euro como una medida prioritaria para mejorar la política monetaria única (23).

Las dificultades para avanzar en la integración de los mercados hipotecarios son grandes; pero los hacedores de la política financiera comunitaria estarían faltando a sus responsabilidades y al principio de la mejor regulación si no se esforzaran para encontrar la fórmula de conseguirlo. Como señala el estudio citado, el coste de no actuar sería de 94.600 millones de euros (el equivalente al 0,89 por 100 del PIB).

#### **IV. IMPLICACIONES PARA ESPAÑA**

##### **1. La industria: aprovechar las oportunidades y conjurar las amenazas**

La industria financiera española afronta esta nueva fase del proceso de integración y consolidación financiera en la UE desde una posición muy sólida.

Las entidades de crédito mantienen ratios de rentabilidad y eficiencia que se sitúan en la parte alta de la media europea, mientras los ratios de solvencia son todavía confortables, a pesar de la tendencia descendente de los últimos años. El fuerte crecimiento de la demanda de servicios financieros en España y la contención de los gastos de explotación han conseguido compensar el deterioro del margen de intermediación. Esta buena salud del sector es compatible con una gran diversidad de modelos de negocio: el de los dos grandes bancos, el de las cajas de diversos tamaños o el de los bancos medianos.

La integración de los mercados de valores y de los sistemas de registro, compensación y liquidación españoles en Bolsas y Mercados Españoles (BME) ha coincidido con una fase de expansión de la negociación y de las emisiones, particularmente de valores de renta fija privada ligados a préstamos hipotecarios. La sostenida reducción de la deuda pública respecto al PIB y la menor apelación al ahorro del Estado han contribuido a despejar el camino para el desarrollo de los mercados de capitales privados. El patrimonio de las instituciones de inversión colectiva ha vuelto a crecer con fuerza desde 2003 (a tasas superiores al 10 por 100, según los datos de Inverco), con una diversificación geográfica creciente de las carteras de los inversores españoles y un mayor peso de los activos de mayor rendimiento y riesgo.

Por su parte, la industria aseguradora se ha beneficiado del aumento de la demanda y de su menor exposición al riesgo de mercado en acciones, lo que le ha permitido sortear las dificultades que han experimentado otros países europeos. Al mismo tiempo, los fondos

de pensiones han experimentado también un notable desarrollo, a pesar de encontrarse aún lejos de los países más avanzados de la Unión Europea.

No hay duda de que la razonable excelencia del sistema financiero español es producto de la capacidad de las entidades para adaptarse a los nuevos retos y de un marco de regulación y supervisión que ha conseguido hacer compatibles la competencia en igualdad de condiciones con la estabilidad financiera y la protección al inversor. La integración en el mercado europeo ha sido un acicate tanto para la industria como para la regulación, que ha mantenido la presión para la adaptación y la mejora.

Este punto de partida halagüeño no debe, sin embargo, ocultar los profundos cambios que van a afectar al entorno en el que la industria española se desenvuelve en los próximos años y los desafíos asociados.

En primer lugar, debe asimilarse que las condiciones macro-financieras favorables en las que se ha desarrollado el sistema financiero español desde 1994 podrían variar en el futuro. Las históricamente largas fases expansivas de los actuales ciclos real y de crédito tienen fundamentos económicos e institucionales sólidos, y las perspectivas para su prolongación son favorables. El descenso permanente en los tipos de interés reales, la evolución demográfica y la creación de empleo han estimulado la demanda de inversión en vivienda, que se ha financiado mayoritariamente con préstamos hipotecarios a tipo de interés variable, una parte de los cuales se ha titulizado. La fuerte demanda de servicios financieros, unida a la mejora en la situación patrimonial de hogares y empresas no financieras, ha configurado un cuadro inmejorable para el negocio financiero en España.

Pero no hay que olvidar que la entrada en el euro supone una transformación estructural del régimen monetario y financiero, que ha amplificado y sostenido la fase expansiva del ciclo, pero que probablemente ha modificado también su fisonomía en una dirección difícil de prever en el momento actual. Es decir, que es fundamental que las entidades eviten caer en ese sesgo del comportamiento humano, bien documentado por la teoría financiera conductista o *behavioural finance* (24), que consiste en formar expectativas frente al futuro extrapolando la experiencia reciente. Sería deseable que se prepararan para la eventualidad de un escenario macro-financiero menos boyante, acumulando una reserva de recursos propios suficientes y tratando de diversificar por productos y áreas geográficas sus fuentes de generación de beneficios.

Es muy probable que una mayor integración de los mercados hipotecarios europeos facilitase al sistema



bancario español la adaptación a una eventual inflexión en el ciclo. No parece que en las entidades de crédito españolas y sus asociaciones exista un gran entusiasmo por el proyecto de integración en este sector, quizá porque se percibe, no sin fundamento, que tendrían que introducir cambios en un mercado que se percibe generalmente como muy competitivo y bastante eficiente. Pero sería deseable adoptar una perspectiva de medio plazo para evaluar este proyecto, que permitiera incorporar los beneficios. La integración podría contribuir a la ampliación de la oferta de productos, en línea con la reforma del mercado hipotecario que prepara el Gobierno (25). Pero, sobre todo, facilitaría la transmisión del riesgo de crédito asociado a la cartera hipotecaria en un mercado más líquido y profundo de valores hipotecarios (ya sean valores garantizados como las cédulas o bonos de titulización), ampliando la capacidad de adaptación de las entidades españolas a nuevas condiciones económicas y financieras.

En segundo lugar, el impulso a la competencia que va a suponer la aplicación plena del PASF y el alcance de los cambios normativos en aspectos prudenciales, contables y de información financiera abre grandes oportunidades para las entidades españolas, pero genera también amenazas.

En el ámbito de las entidades de crédito, resultará fundamental la capacidad de asimilar la nueva normativa prudencial y contable para mejorar la gestión del negocio sin que se disparen los costes.

Desde la perspectiva de las oportunidades, la integración ofrece también la posibilidad de penetración en otros mercados de la UE, utilizando la ventaja comparativa que supone contar con un modelo eficiente de banca minorista. El modelo de gestión de las entidades españolas puede aportar ganancias de eficiencia importantes en sistemas donde la menor competencia ha lastrado el desarrollo financiero. La entrada en otros mercados europeos, ya sea a través de fusiones o adquisiciones o mediante crecimiento orgánico, resulta interesante también desde la perspectiva de la diversificación geográfica del riesgo. Los dos grandes bancos ya han dado muestras contundentes de que conceden gran importancia estratégica a la expansión en la UE. Pero las cajas también tienen oportunidades, y las probadas fortalezas de su modelo de gestión les permiten afrontar la competencia con plena confianza.

Es posible que el mayor esfuerzo de adaptación a las nuevas condiciones deba realizarse en el ámbito de los mercados de valores y los servicios de inversión, en el que las entidades de crédito españolas desempeñan también un papel esencial. En efecto, la propia naturaleza de esta actividad tiende a favorecer la concentración, tanto en los intermediarios como en los sistemas

de ejecución de órdenes, puesto que las economías de escala y alcance son determinantes. Cuantas más operaciones se intermedian, negocian, compensan y liquidan, menores son los costes, y mayores la liquidez y la profundidad de los mercados.

Como se ha señalado anteriormente, el PASF ha suprimido las barreras a la competencia en la emisión, la prestación de servicios de inversión y la ejecución de órdenes. Quizá quepa destacar la competencia entre distintos sistemas de ejecución de órdenes (mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y empresas de servicios de inversión *internalizadoras*) como la innovación en la regulación con mayor impacto sobre el mercado español. La competencia en el segmento mayorista de la intermediación va a aumentar de manera drástica, y las entidades españolas tendrán que renovar sus sistemas de tratamiento de órdenes para poder hacer frente a los grandes bancos de inversión, que llevan años internalizando la ejecución de órdenes.

Uno de los desafíos que no por evidente es menos importante concierne al encaje de BME dentro del paisaje de los mercados regulados europeos. Aunque no han cesado los movimientos y las especulaciones desde la creación de Euronext y la fusión fallida entre Deutsche Börse y London Stock Exchange en 2000, parece que la consolidación está entrando en una fase decisiva. La entrada en escena de las dos bolsas estadounidenses y la próxima decisión de la Comisión Europea sobre la forma de actuar en materia de compensación y liquidación pueden ser factores determinantes. Aunque la estrategia y la decisión final corresponden a los accionistas de BME, desde la perspectiva de la política financiera es importante que el mercado español no quede aislado de los principales centros de contratación europeos, que se mantenga la actividad en España y que se aseguren elevados estándares de transparencia, de estabilidad financiera y de protección al inversor. En cualquier caso, es aconsejable que también en este ámbito se esté preparado para el cambio y se anticipen sus consecuencias.

Por último, y aunque el ritmo de producción de normas comunitarias vaya a ralentizarse, la industria financiera española debería afrontar seriamente la asignatura pendiente de su presencia e influencia en Bruselas. La experiencia de las negociaciones de las normas más trascendentes de los últimos años, como las directivas de mercados de instrumentos financieros o de folletos, permite contrastar la influyente presencia de la City, o incluso de la industria francesa, con la modesta participación de la industria española en los debates. Esta actividad de defensa de sus intereses en el ámbito comunitario, que pasa también por una relación más fluida y permanente a nivel técnico con el Ministerio de

Economía y Hacienda, es particularmente decisiva en lo que se refiere a la tramitación de los textos en el Parlamento Europeo. En esta fase del procedimiento legislativo, la capacidad de los distintos actores de la industria para convencer a los parlamentarios de las virtudes de unas opciones u otras tiene un resultado no desdeñable sobre los textos finalmente aprobados.

El sistema financiero español ha alcanzado un tamaño, una importancia para la economía y una respetabilidad en el exterior a los que debería corresponder una capacidad de influencia mucho mayor que la que tiene en la actualidad. La participación en los debates y consultas o los contactos con distintos estados miembros o parlamentarios son costosos; pero, como saben perfectamente los anglosajones, verdaderos maestros en este quehacer, los beneficios suelen superarlos con creces.

## 2. La regulación y la supervisión

En lo que respecta a la actuación de las autoridades en materia de regulación, y como se ha comentado ya, se entra en una fase en la que su aplicación consistente es fundamental para conseguir extraer todo el potencial y los beneficios económicos de las medidas aprobadas con el PASF. A este respecto, el regulador español deberá asegurar la transposición precisa y a tiempo de las normas comunitarias, así como vigilar su aplicación coherente. Ésta no es una cuestión menor. De la adecuada transposición y aplicación de la normativa aprobada depende la consistencia en el avance de la integración financiera en la UE y, con ella, que los usuarios españoles de servicios financieros puedan beneficiarse de una mayor gama de productos a precios competitivos, mientras que la industria pueda explotar plenamente su potencial competitivo. Por si estos incentivos fueran pocos, la Comisión, en el *Libro Blanco*, ha subrayado además que, en caso de aplicaciones incorrectas de la legislación comunitaria, no dudará en aplicar las acciones que considere apropiadas, incluido el eventual uso de los procedimientos de infracción contra los estados miembros.

Pero, como se ha visto, el énfasis en la aplicación consistente de la regulación recientemente aprobada se acompaña también de la necesidad de adoptar nuevas medidas para remediar la menor integración de algunos segmentos financieros. En el caso español, destaca la trascendencia de las futuras iniciativas en los ámbitos de las infraestructuras de mercado y en los mercados minoristas, particularmente en el crédito hipotecario.

En cualquier caso, es importante resaltar que la nueva labor de regulación deberá adaptarse al enfoque de *mejor regulación* avanzado en el *Libro Blanco* por la Comisión y aceptado por todos los agentes participan-

tes en el proceso legislativo, en conformidad con el acuerdo inter-institucional sobre mejor legislación y con las conclusiones del Consejo de Competitividad sobre *mejor regulación*. El Consejo deberá presentar análisis de impacto a la hora de proponer reformas de calado en las iniciativas de la Comisión.

También resultará fundamental que el proceso de transposición se aproveche para preparar nuestro sistema financiero para una mayor competencia, suprimiendo obstáculos innecesarios que generen costes adicionales a nuestra industria, sin generar beneficios en términos de estabilidad financiera o protección al inversor. Las actuaciones realizadas y previstas en relación con el mercado primario y con los costes de emisión suponen un ejemplo inmejorable de este tipo de actuación.

En cuanto a la supervisión financiera, las autoridades españolas se enfrentan al doble reto de la aplicación de la nueva regulación prudencial (nueva Directiva de adecuación de capital y Proyecto Solvencia II) y de profundizar en la cooperación con otros supervisores sobre la base de las recomendaciones del informe sobre supervisión financiera del Comité de Servicios Financieros. No entraremos en el análisis de la adaptación a la nueva regulación prudencial. En lo que respecta a las recomendaciones del informe del Comité de Servicios Financieros, el enfoque evolutivo escogido garantiza avances hacia un modelo más eficiente y eficaz de supervisión en el mercado único.

Debe mencionarse también que, ante la perspectiva de una profundización de la integración financiera, la posibilidad de nuevos riesgos y de nuevos mecanismos de contagio de una crisis financiera, con eventuales repercusiones sistémicas, ha sido estudiada a escala europea. El análisis ha conducido, conforme a las recomendaciones del ECOFIN informal de septiembre de 2004, a la firma de un acuerdo de cooperación (26) entre supervisores bancarios, bancos centrales y ministerios de finanzas de la UE para facilitar el intercambio de información y prevenir eventuales crisis sistémicas, y en el ámbito de los estados miembros, a una profundización de la cooperación de las autoridades para prevenir y gestionar este tipo de crisis. En España, esto se ha traducido en la firma, en febrero de 2006, de un acuerdo (27) sobre estabilidad financiera y prevención y gestión de crisis entre el Ministerio de Economía y Hacienda, el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por el que se crea un Comité de Estabilidad Financiera que evaluará la estabilidad financiera en España, cuestiones de regulación y técnicas (28) relacionadas con la misma, se reunirá para la gestión de eventuales crisis con efectos potencialmente sistémicos y facilitará la coordinación de la cooperación internacional en temas relacionados con la estabilidad financiera.

De cualquier modo, es importante recalcar que tanto en la iniciativa europea como en la española los acuerdos no son legalmente vinculantes, no modificando por tanto el actual marco legal ni competencial de las autoridades involucradas, y que la adecuada gestión corporativa, la vigilancia de los acreedores, la capacidad de los accionistas de absorber pérdidas y la posible participación privada en la resolución de crisis individuales, junto a la actuación de los supervisores, están en la base de la estabilidad financiera, sin perjuicio de la eventual intervención de las autoridades.

Finalmente, cabe recalcar que, ante la creciente importancia de los aspectos externos en la actuación de las autoridades financieras, y particularmente en la cooperación en temas regulatorios con otras jurisdicciones fuera de la UE, las autoridades españolas deben jugar un papel activo, justificado además por la creciente integración del sistema financiero español en el sistema financiero internacional, dentro del proceso de globalización de nuestra economía. España cuenta ya con experiencia en estas tareas, siendo destacable el papel jugado por el Banco de España tanto en el Comité de Basilea como en el Comité Europeo de Supervisores Bancarios, y siendo también relevante la Presidencia del Comité de Servicios Financieros. A futuro, deberá fomentarse la continuación del protagonismo de nuestras autoridades en los foros financieros internacionales.

## V. CONCLUSIÓN

Los próximos cinco años van a estar marcados por una mayor estabilidad institucional y una significativa reducción del ritmo de producción normativa en el ámbito de los servicios financieros europeos, en contraste con el rasgo distintivo de la etapa que ahora se cierra. Sin embargo, es muy probable que la dinámica de cambio y de transformación en la industria financiera europea se acelere en el horizonte de 2010. La aplicación efectiva de las normas aprobadas va a alterar elementos fundamentales de la estructura de mercado actual, propiciando un reajuste en las estrategias de negocio, los precios y los flujos transfronterizos.

De hecho, ya se perciben síntomas de una marcada aceleración de la integración financiera. La convergencia en precios y las transacciones transfronterizas están aumentando, y se han realizado operaciones de consolidación entre entidades de distintos estados miembros que podrían servir de estímulo para otros competidores.

El avance definitivo en la integración es muy positivo para España, pues se trata de un proyecto en el que el interés europeo y el interés español son plenamente coincidentes. La creación de un sistema financiero más integrado es clave para impulsar el crecimiento en la UE

y, lo que es más importante, para mejorar el funcionamiento y el desempeño económico de la zona euro. Y para el sistema financiero español, la posibilidad de competir, de invertir y diversificar riesgos en un espacio sin barreras y con altos niveles de estabilidad financiera y protección al inversor ha supuesto un estímulo para la excelencia.

Por todo ello, la solidez del sistema financiero y su contribución al buen funcionamiento de la economía española pueden seguir robusteciéndose durante los próximos años en el marco del mercado europeo. A condición, eso sí, de que tanto la industria como el regulador y los supervisores sigan esforzándose para adaptarse a las nuevas condiciones, aprovechar las oportunidades con visión estratégica y mantener el rigor en materia prudencial y de transparencia.

## NOTAS

(1) EUROPEAN COMMISSION (2006).

(2) En realidad, la extensa literatura que investiga la relación entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico considera, en general, que tanto los mercados de capitales como el sistema bancario afectan positivamente al crecimiento, a través de la reducción de los costes de acceso a la financiación para las empresas y los relacionados con la información. Para una visión completa, ver THIEL (2001) o LEVINE (2004).

(3) BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2004). En la referencia completa que se ofrece en la bibliografía se puede observar que el título no utiliza la palabra acuerdo, lo que no es un capricho, sino una forma de rebajar su apariencia institucional y evitar transmitir la idea de que se trata de un acuerdo formal entre estados.

(4) Es el nombre que en la jerga comunitaria recibe el procedimiento de normas de ejecución de actos legislativos por parte de la Comisión, asistida por un comité de representantes de los estados miembros. El artículo 202 del Tratado reserva el control de estos actos al Consejo.

(5) El Parlamento reivindica un derecho de control sobre las normas aprobadas por comitología equivalente al del Consejo, que refleje adecuadamente su condición de co-legislador.

(6) Por ejemplo, el estudio de CEPR para la Comisión Europea *Financial market integration, corporate financing and economic growth*, de noviembre de 2002, concluía que si el sector manufacturero de la UE tuviera acceso a un mercado financiero similar al estadounidense, el producto del sector se incrementaría a una tasa anual entre 0,8 y 1 por 100, lo que implicaría un aumento permanente de la tasa de crecimiento anual del PIB del 0,2 por 100, aproximadamente. Asimismo, el estudio de London Economics para la Comisión Europea *Quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets*, de noviembre de 2002, estimaba que la agrupación de los mercados de bonos y acciones conduciría a la UE, en un plazo de 10 años, a un nuevo equilibrio caracterizado por un mayor PIB (1,1 por 100) y nivel de empleo (0,5 por 100).

(7) La plena convergencia se refleja en la práctica anulación de la desviación típica de estos tipos de interés en los estados miembros que han adoptado el euro.

(8) UCITS, *Undertaking for a Collective Investment in Transferable Securities*, son fondos de inversión con regulación armonizada que, tras ser registrados en un estado miembro, gozan de «pasaporte comu-

nitario», que les permite su comercialización a inversores minoristas en cualquier estado miembro tras su correspondiente notificación.

(9) El denominado *goldplating*.

(10) Para 2009 está prevista una evaluación económica y legal de las medidas del Plan de Acción de Servicios Financieros.

(11) Relacionado con este tema, debe recordarse que el Consejo está efectuando una evaluación legal sobre la eventual firma del Convenio de la Haya, tratado multilateral que aborda los conflictos entre legislaciones sobre valores mantenidos por intermediarios

(12) Cuya realización efectiva requerirá la aprobación de la propuesta de Directiva del nuevo esquema legal de pagos, que está en fase de negociación en el Consejo y el Parlamento.

(13) Estudio de London Economics para la Comisión Europea, *The costs and benefits of integration of EU mortgage markets*, agosto 2005.

(14) En 2006 la Comisión decidirá también si propone legislar en los esquemas de garantía de seguros.

(15) Se espera una propuesta de la Comisión en el ámbito bancario a mediados de 2006; en el ámbito asegurador, la revisión se enmarca en el contexto de Solvencia II.

(16) Sobre requisitos a incluir en la documentación de oferta.

(17) Regulación armonizada a escala europea, que se aplica de manera opcional a la regulación nacional.

(18) Profundizando el actualmente existente con las autoridades estadounidenses en el marco del Diálogo Regulatorio sobre mercados financieros UE-EE.UU., y ampliándolo a Japón, China, Rusia e India.

(19) Aunque, según los datos del BCE, la cuota de mercado en la UE de las filiales de estados del espacio económico europeo (14 por 100) no es muy superior a la de las sucursales de entidades de dichos estados (12 por 100, ambas cifras referidas a 2004), los grupos con actividad transfronteriza significativa utilizan fundamentalmente filiales, tanto por razones históricas como por motivos comerciales y de gestión del riesgo.

(20) Ver el segundo informe de la European Financial Roundtable sobre el modelo de *lead supervisor* (2005).

(21) Como el ya mencionado sobre el mercado hipotecario o el de la European Financial Roundtable de 2002.

(22) Según el informe de London Economics de 2005, la deuda hipotecaria viva representaba a finales de 2003 el 44,6 por 100 del PIB de la Unión Europea.

(23) Ver, por ejemplo, el capítulo II del informe de 2005 sobre la zona euro.

(24) Para una revisión completa de esta literatura, ver BARBERIS y THALER (2002).

(25) Cuyas líneas básicas expuso el Vicepresidente Segundo y Ministro de Economía y Hacienda en el Consejo de Ministros de 31

de marzo de 2006, con ocasión de la revisión del Plan de Dinamización y la presentación de nuevas medidas de reforma económica.

(26) *Memorandum of Understanding* sobre cooperación entre supervisores bancarios, bancos centrales y ministerios de Finanzas de la Unión Europea en situaciones de crisis financieras. Véase la nota de prensa del ECOFIN informal de 14 de mayo de 2005.

(27) Ver nota de prensa de 27 de febrero de 2006.

(28) Se prevé analizar a posteriori experiencias relevantes en materia de crisis financieras, ejercicios de simulación y pruebas de resistencia, así como el desarrollo de planes de contingencia.

## BIBLIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL EUROPEO —BCE— (2003), «La integración de los mercados financieros», *Boletín*, octubre.

— (2005), «Indicators of financial integration in the Euro Area», septiembre.

BARBERIS, N., y THALER, R. (2002), «A survey of behavioural finance», National Bureau of Economic Research, *Working Paper 9222*, febrero.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2004), «International convergence of capital measurement and capital standards. A revised framework».

COMMITTEE OF WISE MEN (2001), «Final report of the Committee of Wise Men for the Regulation of European Securities Markets».

EUROPEAN COMMISSION (2004 y 2005), «Financial Integration Monitor», *Commission Staff Working Document*.

— (2005), «Cross-border consolidation in the EU financial sector», *Commission Staff Working Document*.

— (2005), *White Paper. Financial Services Policy 2005-2010*.

— (2006), «Single market in financial services progress report 2004-2005», *Commission Staff Working Document*.

EUROPEAN FINANCIAL ROUNDTABLE (2002), «The benefits of a Working European retail market for financial services».

— (2005), «On the lead supervisor model and the future of financial supervision in the EU», Follow-up recommendations of the EFR, junio.

— (2006), «Consumer protection—Consumer choice. Deepening EFR's concepts on consumer protection in retail financial services».

LEVINE, R. (2004), «Finance and growth: theory and evidence», National Bureau of Economic Research, *Working Paper 10766*.

OECD (2005), *Economic survey of the euro area 2005*.

THIEL, M. (2001), «Finance and economic growth—a review of theory and available evidence», *Economic Paper 158*, Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Commission.



# Cambios previstos en la regulación sobre supervisión

Marta de Castro Aparicio (\*)

*A Luis, sin más.  
Porque cualquier adición sería  
del todo insuficiente*

## I. INTRODUCCIÓN

Uno de los rasgos que caracteriza la actual supervisión prudencial es la creciente complejidad de su regulación y ejercicio, consecuencia, a su vez, de la cada vez más compleja estructura que presentan las entidades reguladas como respuesta a los fenómenos de globalización, sofisticación de los inversores e innovación e integración financieras, especialmente en el seno de la Unión Europea. Lógicamente, esta creciente complejidad constituye una preocupación para reguladores y supervisores del conjunto de la Unión Europea, preocupación que no es algo novedoso, sino que viene siendo una constante desde hace ya varios años, y que se une al decidido propósito de que la supervisión prudencial no suponga un obstáculo al necesario proceso de integración financiera.

En efecto, si tuviera que elegirse un momento concreto para situar un punto de inflexión en el tema que nos ocupa, bien pudiera optarse por el Consejo Europeo de Cardiff, en junio de 1998, cuando éste solicitó de la Comisión Europea la presentación de un *marco de acción* para los servicios financieros con el fin de avanzar en la constitución de un mercado interior de servicios financieros y, muy en particular, de detectar la efectividad de la aplicación de la legislación entonces en vigor e identificar las áreas necesitadas de modificación.

Así se presentó la comunicación *Servicios financieros: construcción de un marco de acción*. Uno de los frentes en los que era necesario actuar era en la coordinación más estrecha de las autoridades de supervisión.

Posteriormente, a petición de un nuevo Consejo Europeo, el de Viena de diciembre de 1998, la Comisión Europea presentó una nueva comunicación, de 11 de mayo de 1999, relativa a la *Aplicación del marco de acción para los servicios financieros: Plan de Acción*. Este Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), entre sus tres objetivos específicos, recoge el de reforzar las normas de control prudencial.

El Consejo Europeo de Colonia de julio de 1999, aprobó el PASF y encargó a un Comité de Sabios, presidido por el Barón Lamfalussy, la elaboración de un modelo de agilización del procedimiento legislativo (1).

Por su parte, el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000, en lo que a regulación de mercados financieros se refiere, vuelve a insistir en la cooperación más intensa entre supervisores.

Finalmente, el *Libro Blanco* sobre la política para los servicios financieros (2005-2010), establece la estrategia global y actual de la Comisión Europea en materia financiera (2), por lo que, dado el objetivo de este artículo, es importante detenerse en el análisis de la estrategia de supervisión que este *Libro Blanco* contempla, tarea que se aborda en el apartado II. Seguidamente, el apartado III describe cómo esta estrategia se plasma en las novedades normativas más recientes: las directivas sobre conglomerados financieros y sobre adecuación de capital. Por su parte, el apartado IV examina cómo se vienen perfilando las líneas de acción para el futuro, cuyos cimientos han sido ya puestos por las directivas que acaban de citarse, en las que la cooperación entre supervisores adquiere una nueva dimensión. Tales líneas de acción ya están empezando a pergeñarse en las discusiones que vienen manteniéndose, desde hace meses, en diversos foros presididos por la Comisión Europea. El futuro viene marcado por la consolidación transfron-

teriza (fusiones y adquisiciones) y por los denominados *acuerdos de supervisión*.

En cuanto a la consolidación, uno de los aspectos de indudable importancia jurídica, pero también política, como veremos, es la futura normativa relativa a la adquisición de participaciones significativas en entidades financieras. Se quiere poner el acento regulador en la convergencia supervisora, evitando conceptos jurídicos indeterminados; pero también se quieren evitar malas prácticas supervisoras, que los hechos han venido a demostrar, como algunos casos protagonizados por bancos centrales nacionales.

Por último, se abordará el futuro de la supervisión mediante el análisis de los acuerdos de supervisión para los próximos cinco años. El asunto que se plantea, y que ahora comienza a discutirse, es, ni más ni menos que ¿adónde vamos? Si bien esta pregunta es bien simple, no se nos oculta que puede encerrar aspectos polémicos que comprendan discusiones de gran calado como la propia estructura de la supervisión: ¿Nos depara el futuro próximo el supervisor único?

Lo que no puede negarse es que la sombra del *lead supervisor* es alargada y que genera «claroscuros» que van y vienen en cualquier debate.

Esa discusión, aunque velada —por deseo propio de la Comisión—, está ahí.

## **II. EL LIBRO BLANCO SOBRE LA POLÍTICA PARA LOS SERVICIOS FINANCIEROS (2005-2010)**

La estrategia global y actual de la Comisión Europea en materia de servicios financieros se recoge en el *Libro Blanco* sobre la política para los servicios financieros (2005-2010), que trata de garantizar unas estructuras comunitarias adecuadas en materia de regulación y control. Los retos, en términos de legislación y supervisión, se abordan partiendo de un presupuesto básico consistente en la necesidad de clarificar y optimizar las responsabilidades que incumben al Estado miembro de origen y al Estado miembro de acogida.

Así, el *Libro Blanco* trata de la necesidad de explorar la posibilidad de una delegación de tareas y responsabilidades, velando al mismo tiempo por que las autoridades de control dispongan de la información y la confianza mutua necesarias. Por otra parte, se alude a la necesidad de mejorar la eficacia de control, evitando la duplicación de los requisitos de información y presentación de informes. Por último, la Comisión plantea el reto de garantizar una cooperación más coherente y oportuna, y de desarrollar una verdadera cultura de control a escala paneuropea.

En definitiva, puede concluirse que el *Libro Blanco* apuesta, de una manera decidida, por una estrategia basada en la profundización de la cooperación y convergencia en materia de control en la Unión Europea. De hecho, la política de servicios financieros prevista para 2005-2010 no hace sino profundizar en las medidas del PASF, y mantiene la estructura de regulación y control de Lamfalussy. Así, la regulación comunitaria más importante de los últimos años se encuadra en el ámbito de las actuaciones del PASF, que, en su búsqueda de la consecución de un mercado único de servicios financieros, estableció dentro de sus objetivos la necesidad del refuerzo de las estructuras cautelares, ya que, en definitiva, es el ejercicio de una supervisión prudencial segura el que sustenta el objetivo de estabilidad financiera.

Esta estrategia se perfila, de manera muy resumida, en dos objetivos fundamentales:

- 1) Distribuir claramente las responsabilidades entre el supervisor de origen y el de acogida.
- 2) Facilitar la cooperación e intercambio de información entre los mismos.

El primero de los objetivos (*distribución de responsabilidades origen/destino*) se fundamenta en el principio de reparto de competencias entre el Estado miembro de origen y el de acogida, apoyado por el reconocimiento mutuo y la supervisión consolidada, que constituyen el núcleo del sistema comunitario de supervisión. Así, el Estado miembro de origen es el responsable de la supervisión del grupo en base consolidada, además de las entidades individuales autorizadas en dicho Estado miembro, mientras que el Estado miembro de acogida es responsable de la supervisión de las filiales autorizadas en dicho Estado (3). Sin embargo, en determinadas ocasiones, los términos de esta discusión se plantean de una manera ciertamente interesada, consistente en la aspiración de algunos por que la prestación de servicios se realice con entidades legales nacionales con exclusivo sometimiento a la autoridad prudencial del supervisor de la matriz. Pero, por el momento, dejemos sólo apuntada esta cuestión.

En cuanto al segundo de los objetivos (*cooperación entre supervisores*), se propone recurrir a mecanismos de mediación para conseguir una resolución rápida y eficaz de los litigios transfronterizos sencillos que se plantean a diario entre las autoridades de control, reforzándose así la convergencia de las prácticas de supervisión. Además, la Comisión Europea destaca que para establecer prácticas decisorias y de control comunes, en particular en el caso de los grupos multinacionales o plurisectoriales, convendría desarrollar, en los próximos cinco años, un programa ambicioso de inspecciones conjuntas, evaluación *inter pares* y medidas prác-

ticas, como intercambios de personal, sesiones de formación comunes entre autoridades de control e intercambios de información y conocimientos técnicos. Por otra parte, múltiples requisitos de información exponen a los grupos transfronterizos a costes superfluos. Conviene, por tanto, instaurar requisitos comunes simplificados, sin «añadidos» a escala nacional, racionalizando los formatos de presentación de la información.

De ahí que la Comisión Europea se declare partidaria de adoptar un enfoque evolutivo que permita dar respuesta a problemas reales, que busque un equilibrio adecuado entre mecanismos de control más eficaces y consolidados y que garantice la estabilidad financiera del conjunto de la Unión Europea.

Lo cierto es que la regulación en materia de supervisión ha mantenido ocupadas a las instituciones europeas, sin que pueda afirmarse que todo lo hasta aquí dicho constituya un discurso «para la galería». La realidad normativa viene a demostrar la veracidad de la preocupación por esta materia, tanto del Consejo como de la Comisión.

### III. NOVEDADES NORMATIVAS MÁS RECIENTES: CONGLOMERADOS FINANCIEROS Y ADECUACIÓN DE CAPITAL

Desde el punto de vista regulatorio, el objetivo de la mejora y el reforzamiento de una supervisión más cooperativa y convergente se ha plasmado en la legislación más reciente. Dos hitos normativos pueden destacarse: las regulaciones sobre conglomerados financieros y sobre adecuación de capital.

#### 1. Directiva de conglomerados financieros

Uno de los hitos más importantes del PASF, en materia de supervisión prudencial, fue la Directiva 2002/87/CE, de 16 de diciembre, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de servicios de inversión de un conglomerado financiero, por la que se modifican otras directivas que contienen la regulación prudencial de esas entidades y sus grupos (en adelante DCF).

La transposición de esta Directiva se ha llevado a cabo a través de la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros, por la que se modifican otras leyes del sector financiero, y por el Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 5/2005, de 22 de abril.

La Unión Europea quiso ofrecer una respuesta adecuada a la proliferación de grupos intersectoriales que

engloban entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras. La intensificación de los vínculos entre los tres sectores financieros tradicionales presentaba un problema evidente: la aparición de nuevos riesgos o, al menos, el incremento de los existentes. Por tanto, la Unión Europea fue entonces consciente de la necesidad de aprobar una regulación adecuada y proporcional a dichos riesgos.

La incorporación de esta Directiva al ordenamiento jurídico español no fue en absoluto traumática. Nosotros conocíamos, desde hacía más de una década, lo que se denominaron los «grupos mixtos no consolidables», a los que se les aplicaba un sistema de vigilancia prudencial conjunta de las actividades desarrolladas en el ámbito de los tres tipos de negocio financiero: banca, valores y seguros.

Así, desde la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada, se disponía en España de una regulación específica sobre la supervisión de los grupos mixtos no consolidables: grupos constituidos por entidades que, de acuerdo con su normativa específica, no debían consolidar entre sí sus estados contables. Por tanto, a España no le era ajeno lo que apareció como novedad en el ámbito europeo, esto es, por un lado, la exigencia legal de una serie de requisitos de solvencia adicionales a los establecidos en el marco sectorial (individual o consolidado) para las entidades bancarias, de valores y seguros, y por otro, la designación de una autoridad supervisora responsable de vigilar su cumplimiento y la creación de un procedimiento de cooperación para adoptar, en su caso, las medidas necesarias para asegurar su cumplimiento.

La Ley recoge los principios vertebradores de la nueva regulación contenida en la DCF que, en definitiva, establece un nuevo régimen de supervisión adicional para los conglomerados financieros (CF).

Además de la definición de conglomerado financiero (4), se establecen los *elementos de la supervisión adicional*, que se resumen en:

- Adecuación de capital: mantenimiento de un nivel de recursos propios adecuado al nivel de riesgo asumido.
- Concentración de riesgos: se obliga a informar al coordinador de las concentraciones significativas.
- Operaciones intergrupo: se obliga a informar al coordinador de las operaciones significativas.
- Procedimientos de gestión de riesgos y de control interno.



— Honorabilidad y experiencia de los directivos de los *holdings* que encabezan los conglomerados financieros.

Una de las mayores aportaciones de la DCF radica en la creación de la figura del *coordinador* y del concepto de *autoridades competentes relevantes*. Estas últimas derivan del hecho de que las actividades realizadas por un CF pueden determinar la intervención de una pluralidad de autoridades supervisoras; diversidad que puede ofrecer una vertiente tanto sectorial como nacional o transfronteriza. En nuestro ordenamiento jurídico se han relacionado tales autoridades (5).

El coordinador será la autoridad responsable de la coordinación y del ejercicio de la supervisión adicional del CF. Este coordinador será el supervisor de la entidad dominante del grupo o, en general, de la entidad más importante del éste (6). Se regula la designación de una autoridad española como coordinador en el caso de que el CF estuviera encabezado por una entidad española.

Asimismo, se precisan las funciones principales del coordinador (7) y el deber de cooperación (8), intercambio de información y consulta entre todas las autoridades competentes interesadas. Es el Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre, el que contempla cómo se va a llevar a cabo la designación de la autoridad que actuará como coordinador, regulándose, en detalle, la cooperación entre las autoridades competentes ligadas al mismo CF, así como las medidas de ejecución (9).

Como especialidad española destaca el mantenimiento de la supervisión adicional para los grupos que, sin alcanzar la categoría de conglomerados, presenten ciertos requisitos, de acuerdo con la legislación española anterior a la Directiva.

## **2. Directiva de adecuación de capital (10)**

El segundo hito, cronológicamente hablando, en la nueva normativa de supervisión se produce con la todavía propuesta de Directiva de Adecuación de Capital (DAC).

Los antecedentes más inmediatos de esta propuesta los constituyen la Directiva 2000/12/EC, en cuanto a los riesgos para las instituciones debidos a su actividad de concesión de préstamos, y la Directiva 93/6/EEC, sobre la adecuación de capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, que contiene las reglas tanto para el tratamiento del riesgo de crédito como para el tratamiento del riesgo de mercado a entidades de crédito y a empresas de inversión. Así se recogió en la normativa comunitaria la filosofía de Basilea I (11).

Estas reglas, ahora en vigor, han significado una importante contribución al Mercado Único y han elevado los estándares prudenciales de las entidades afectadas. Sin embargo, el transcurso del tiempo ha venido a demostrar que Basilea I ya no se adapta bien a la medición y gestión de los riesgos de la banca, al ir introduciendo ésta última nuevos procedimientos y sistemas más sofisticados. En particular, algunos de los problemas detectados han sido los siguientes:

— Las estimaciones del riesgo de crédito utilizadas para ponderar los activos eran exageradamente simplistas, lo que tenía el peligro de producir sesgos no deseados y de desacreditar el acuerdo.

— Dejaba margen para el arbitraje. Las innovaciones en los mercados permitían vías para cumplir con la letra de los requisitos de capital mínimos faltando a su espíritu.

— No se reconocían apropiadamente las técnicas de mitigación de riesgo que ya han pasado a ser práctica habitual de las entidades.

— La cobertura de los riesgos era incompleta, no incluyendo el riesgo operacional en los determinantes del capital mínimo.

Existía una sensación mayoritaria acerca de la insostenibilidad en el tiempo de dicha situación. De mantenerse la falta de alineamiento entre los riesgos y los requisitos mínimos de capital, ello resultaría en una menor efectividad de las normas prudenciales y en mayores riesgos para los consumidores y para la estabilidad financiera. Era pues necesaria una revisión.

Esta revisión es la que abordan Basilea II y la DAC, aproximando la medición de riesgos del supervisor a la forma de medir los riesgos de las entidades (aunque manteniendo el convencional 8 por 100 de los riesgos ponderados como exigencia de capital), reconociendo que el tratamiento de la solvencia bancaria debe consistir en algo más que en la simple fijación de unas ratios mínimas y estimulando el desarrollo de procedimientos internos adecuados de gestión de riesgos. De este modo, al objetivo principal de asegurar un nivel de solvencia suficiente y lograr una igualdad competitiva entre los bancos, Basilea II y las propuestas de directivas que lo transponen añaden además los siguientes:

— *Hacer el capital regulatorio exigido más sensible a los riesgos reales, acercándolo así al capital económico (supone que los requerimientos de recursos propios dependan más directa y diferenciadamente de los elementos que definen el riesgo económico).*

— *Incentivar una mejor gestión de los riesgos por parte de las entidades.*

— *No alterar el nivel global de capital en el sistema bancario internacional.*

Como es bien sabido, Basilea II consta de *tres pilares* que se refuerzan mutuamente.

*El Primer Pilar establece los requerimientos mínimos de capital para los riesgos de crédito, de mercado y operativos, es decir, Basilea I modificado sensiblemente y añadida la cobertura del riesgo operacional. Las entidades tienen a su disposición una serie de opciones para la forma en que se mide el riesgo, de diverso grado de complejidad:*

— *El modelo estándar (similar al actual, pero utilizando ratings externos).*

— *Un modelo básico basado en los ratings internos (IRB básico), calculados a partir de los modelos de gestión de riesgos; este modelo exige a la entidad calcular sólo unos pocos parámetros a partir de los modelos internos.*

— *Un modelo avanzado basado en los ratings internos (IRB avanzado), en los que todos los principales parámetros de riesgo son calculados por las propias entidades a partir de sus modelos internos (12).*

En términos medios, los enfoques más avanzados implican menores exigencias de capital que aquellos más simples. Esto último, junto con la interacción con los otros dos pilares, hace que Basilea II sea mucho más que una exigencia de capital: es también un instrumento que incentiva el desarrollo de mejores sistemas de medición y control de riesgos (13).

*El Segundo Pilar es el proceso de examen supervisor, que, a través de un diálogo activo entre la entidad y la autoridad supervisora, garantiza un sólido proceso interno para evaluar los requerimientos de capital que la propia entidad ha estimado tras un análisis del perfil de riesgos del grupo. Este Pilar establece como principio que los supervisores deben evaluar los procedimientos que tengan los bancos para valorar su nivel de capital en relación con su propio perfil de riesgos, y actuar en caso de que no los consideren adecuados. Los supervisores tendrán además la capacidad de imponer niveles superiores al mínimo, e intervendrán rápidamente para impedir que el capital descienda por debajo de los niveles apropiados al perfil de riesgos de cada entidad (14).*

*El Tercer Pilar obliga a las entidades a divulgar en el mercado sus requerimientos de capital. El Tercer Pilar se conoce a menudo como la disciplina de mercado, ya*

que la divulgación y la presión de la competencia alentarán la adopción de las mejores prácticas y aumentarán la confianza del inversor. Todas las entidades deberán publicar el alcance de su aplicación del nuevo Acuerdo; su estructura del capital; sus exposiciones y valoración de los riesgos de crédito, de mercado, operativo y de tipo de interés, y la adecuación de su capital. También comporta exigencias complementarias para algunas entidades en función de la naturaleza de su exposición al riesgo, de su adecuación de capital o de los métodos adoptados para calcular los requisitos de recursos propios.

Cada uno de estos pilares representa un enfoque diferente de la supervisión: el Primer Pilar pone énfasis en la adopción de reglas uniformes; el Segundo se basa en una supervisión más personalizada y discrecional, y el Tercero responde al efecto disciplinario que ejerce el escrutinio del mercado. El resultado óptimo se alcanza combinando los tres enfoques.

Por último, con el fin de reducir los obstáculos al mercado único, en la propuesta de Directiva se da por sentado que las autoridades nacionales competentes colaborarán más estrechamente. La DAC establece *mecanismos muy reforzados de cooperación entre supervisores europeos*, que se prevén muy útiles, y refuerza también, de manera importante, el papel del *supervisor en base consolidada* a la hora de supervisar grupos de entidades establecidos en varios estados miembros, pero sin olvidar que la responsabilidad de asegurar la estabilidad financiera del mercado doméstico es del supervisor local en cada caso, y que, por tanto, sus competencias deben estar en línea con ello.

En particular, el artículo 129 de la propuesta de Directiva extiende las responsabilidades legales y el papel del supervisor en base consolidada. A esta autoridad le corresponde la decisión de validación de los modelos internos respecto a las filiales en otros estados miembros. Además se le pueden encomendar tareas adicionales.

En términos de intercambio de información, la DAC evita que se dupliquen los requerimientos de información. Son los supervisores los que deben proceder al intercambio y no las entidades las que deben proporcionarla reiteradamente.

También se confirma la posibilidad, ya existente en la legislación bancaria, de delegación de funciones de un supervisor en otro.

El Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS en sus siglas inglesas) ayudará a mantener la coherencia de los enfoques de las distintas autoridades de control.

En conclusión, la propuesta de Directiva sobre adecuación de capital transpone a la regulación comunitaria las disposiciones contenidas en el Acuerdo de Basilea II, que, en definitiva, supondrán la actualización armonizada de los requerimientos de capital de las entidades financieras, al tiempo que otorgarán a la disciplina de mercado un papel preponderante en la administración prudente de aquéllas.

A esta fecha todavía no se ha aprobado formalmente la Directiva, si bien, en estos momentos, se están ultimando los trabajos con los juristas-lingüistas comunitarios.

#### **IV. FUTURAS NOVEDADES: CONSOLIDACIÓN TRANSFRONTERIZA Y ACUERDOS DE SUPERVISIÓN**

---

Las directivas que se citan en el apartado anterior han sentado las bases de una cooperación entre supervisores con perfiles, hasta ahora, desconocidos. El futuro seguirá las líneas marcadas por la más reciente regulación, si bien puede presentar un cambio en la concepción hoy vigente en materia de supervisión.

##### **1. La consolidación transfronteriza**

---

El ECOFIN informal de Scheveringen del 11 de septiembre de 2004 trató la cuestión de la consolidación transfronteriza de entidades de crédito en la Unión Europea. Como resultado de esa discusión, la Comisión Europea consideró el impacto de la regulación de supervisión vigente, en particular en lo relativo al proceso de aprobación por las autoridades supervisoras de la adquisición de participaciones significativas en entidades de crédito. Por tanto, se propuso como objetivo el estudio de la eliminación de las posibles barreras que la regulación vigente —artículo 16 de la Directiva 2000/12— pudiera suponer para la realización de fusiones transfronterizas de entidades de crédito comunitarias. Ya en el propio ECOFIN informal de Scheveringen surgieron algunas opciones para la revisión:

- Clarificar los criterios a aplicar en la revisión prudencial por el supervisor.
- Modificar los umbrales para los cuales es necesaria la aprobación del supervisor.
- Reconocimiento mutuo de las aprobaciones de personas jurídicas entre autoridades supervisoras.
- Incrementar la transparencia del procedimiento.

— Establecer un mecanismo de recurso extrajudicial frente a las decisiones de las autoridades supervisoras.

Sobre estas opciones comenzaron las discusiones en el Comité Consultivo Bancario, antecedente orgánico del actual Comité Europeo Bancario (CEB), contándose, posteriormente, con el asesoramiento técnico del Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS) a petición de la Comisión Europea. Por su parte, el CEB decidió crear un subgrupo para las discusiones técnicas: el Grupo de Trabajo sobre Consolidación Transfronteriza, que viene reuniéndose desde octubre de 2005.

Se presentaron al ECOFIN de 8 de noviembre de 2005 unas conclusiones sobre el proceso de estudio de la situación de la consolidación transfronteriza en el sector de servicios financieros en la Unión Europea y el proceso de revisión de la regulación que le afecte.

En los últimos meses, la Comisión Europea ha adoptado un enfoque multisectorial, transformando el Grupo de Trabajo del CEB en un Grupo de Trabajo Conjunto —CEB, Comité Europeo de Valores (CEV) y Comité de Seguros (EIOPC). Se trata así de mantener la homogeneidad actual en el tratamiento de las participaciones significativas: artículo 19 de la DAC (15), artículo 10 de la DMIFID (16), artículo 15 de la Tercera Directiva de seguros no-vida (17) y los artículos 19-23 de la Directiva de reaseguros (18).

La Comisión Europea ha justificado la necesidad de revisión de la regulación vigente señalando que esta última permite que los supervisores puedan bloquear o vetar la adquisición de determinadas participaciones. Los poderes de veto pueden ejercitarse siempre que las adquisiciones superen o excedan determinados umbrales, y se justifican en que, fundándose en la necesidad de asegurar la gestión sana y prudente, el supervisor no considere adecuada la idoneidad del futuro adquirente. Si bien la Comisión Europea afirma que de ninguna manera se pone en tela de juicio la valoración supervisora que subyace en la regulación, sin embargo es opinión extendida que todos los estudios desarrollados en materia de consolidación transfronteriza en el sector financiero en la Unión Europea confirman la existencia de dificultades (19). A juicio de la Comisión, el núcleo del problema viene determinado por la ausencia de definición expresa del término «idoneidad» (20), pieza clave de la valoración o juicio supervisor. Tal omisión no sólo genera inseguridad, sino que favorece el aumento de la divergencia en la práctica supervisora y deja resquicios a un potencial mal uso por parte de los supervisores.

A continuación se resumen los principios más importantes que, en opinión de la Comisión Europea, deben presidir la revisión normativa.

### 1.1. *Proveer normativamente un claro y limitado conjunto de criterios prudenciales que deben ser valorados como parte del proceso supervisor*

Los criterios prudenciales que pueden valorarse son, junto con la cuestión de procedimiento (cuyo objeto es evitar dilaciones indebidas), la esencia de esta reforma normativa.

En este momento cabe afirmar que, si bien la lista de criterios tasados todavía requiere de un cierto trabajo de negociación para adaptarse a las realidades legales y de ejercicio de supervisión existentes en los distintos estados miembros, todo hace pensar que se está en el buen camino. Parece que técnicamente lo más correcto es abarcar todos los ámbitos de naturaleza prudencial, excluyendo aquéllos que no participan de tal naturaleza, y tener, aun siendo una lista tasada, la necesaria flexibilidad para que los supervisores puedan ejercer su juicio.

### 1.2. *Proveer un procedimiento claro de valoración de la adquisición de participaciones significativas, que incluya obligaciones de transparencia*

Como cuestión previa, conviene detenerse en el factor determinante del inicio del procedimiento. No es una cuestión pacífica la de los supuestos en los que es preceptiva la notificación al supervisor. Sin duda, teóricamente, puede haber distintas situaciones generadoras de tal obligación, como que la adquisición otorgue la posibilidad de ejercer una influencia significativa en la gestión, que otorgue la posibilidad de bloquear decisiones o que otorgue el control. De ahí que sea relevante el umbral que pueda establecerse si la adquisición no conlleva el control de la entidad. Por otra parte, la normativa vigente establece la posibilidad de que los estados miembros establezcan umbrales adicionales (incluso inferiores), estableciéndose opciones nacionales para la imposición de normas más estrictas.

La dilución de la propiedad en España hace aconsejable el mantenimiento de los actuales umbrales, muy especialmente el inicial, esto es, la participación que alcance, de forma directa o indirecta, al menos el 5 por 100 del capital o de los derechos de voto de la entidad. En este sentido, comparto plenamente la posición del CEBS, que aboga por el mantenimiento de los umbrales actuales y la posibilidad de que los estados miembros puedan ejercer las opciones nacionales vigentes, fundando tal opinión en que el umbral «razonable» dependerá, en buena medida, de la legislación societaria nacional y de la estructura de propiedad empresarial en cuanto a su mayor o menor concentración.

En cuanto al procedimiento propiamente dicho, se maneja un esquema articulado en dos momentos.

En el primer momento, el desencadenante es la notificación en la que se informa de la intención de adquirir. El momento de efectuar esta notificación por parte del potencial adquirente es una cuestión que permanece abierta, pero todo apunta a que deberá producirse en el momento en que se haya tomado la decisión formal (21) de intentar adquirir una participación significativa.

Se prevé que los estados miembros deban publicar una lista completa de la información requerida al potencial adquirente. Dicha información resultará indispensable para poder aplicar los criterios prudenciales en que deba fundarse la resolución. La lista podría ser diferente y proporcional al tamaño de la adquisición.

En un segundo momento, comienza el plazo de determinación. Tras recibir la notificación, los supervisores decidirán si requieren más información para poder evaluar si se cumplen los criterios para aprobar la adquisición o, más correctamente, para decidir la oposición. La cuestión de la suspensión o interrupción, durante períodos muy precisos, del transcurso del plazo para oponerse aparece como una cuestión relevante, pues si bien el objetivo de evitar dilaciones indebidas es loable, no es menos cierto que la normativa no debe amparar resoluciones favorables del supervisor —además por silencio positivo— si existe un déficit de información (22).

Destaca también la búsqueda en todo el procedimiento de una mayor transparencia. Dos ejemplos en este sentido los constituyen la motivación del veto y el perfeccionado régimen del silencio positivo o estimación presunta por el transcurso del plazo para resolver (23).

### 1.3. *Introducir un procedimiento específico de cooperación entre supervisores para valorar adquisiciones en un contexto transfronterizo*

La delegación española viene insistiendo mucho en el procedimiento de revisión conjunta. Se pretende que quede meridianamente claro que el supervisor del Estado de origen y el del Estado de acogida tienen diferentes responsabilidades legales, así como distintos conocimientos.

De ahí que parezca lógico que el supervisor del país de origen del adquirente fuese el competente para tener la última palabra dentro de este procedimiento de cooperación en lo relativo a la honorabilidad y solidez financiera del adquirente. Sin embargo, quien tiene los conocimientos necesarios, así como la responsabilidad legal sobre la buena marcha del sistema financiero en que la institución resultante actuará, es el supervisor del país de

destino, y por ello parece razonable que recaiga sobre él la decisión respecto de los criterios referidos a dicha entidad resultante. Por tanto, la autoridad competente del adquirente (el supervisor en base consolidada) decidiría, unilateralmente, sobre los criterios referidos a ese adquirente. Para el resto de criterios, se prevé un procedimiento conjunto de decisión entre la autoridad competente del adquirente y la autoridad que autorizó a la entidad en la que se pretende participar. En ausencia de decisión conjunta, la decisión correspondería, en el escenario que manejamos, al supervisor del Estado de acogida.

#### 1.4. *Derecho de acceso a los documentos por parte de la Comisión Europea, sujeto a estrictos requisitos de confidencialidad*

La Comisión afirma que no es su objetivo convertirse en un «supervisor de supervisores». Pero es vital que se le permita ejercer su responsabilidad en la misión que le compete respecto de asegurar que las directivas se ejecuten de manera adecuada, produciéndose, en este caso, una aplicación correcta por parte de las autoridades competentes.

A mi juicio, éste es un supuesto muy dudoso desde un punto de vista jurídico-político. Puede parecer un intento por recuperar la posibilidad de reintroducir un mecanismo de recurso extrajudicial frente a las decisiones producidas por los supervisores, que nunca, hasta el momento, ha llegado a prosperar debido a la oposición de un número importante de estados miembros. En lo que debemos confiar, en mi opinión, es fundamentalmente en que la decisión adoptada a través del proceso de revisión conjunta de los supervisores de los estados miembros de origen y acogida garantice, finalmente, que no pueda producirse una defensa de intereses nacionales espurios.

Por otra parte, me resulta manifiesto un argumento elemental que puede utilizarse en contra de las aspiraciones de la Comisión Europea. Ésta, para el ejercicio de sus legítimas competencias —en este caso, comprobar la correcta aplicación del Derecho—, no sólo está dotada de los instrumentos necesarios (muchos de ellos novedosos, tales como su matriz de transposición PASF, enlaces con los textos de transposición de los estados miembros o los talleres de transposición), sino que es práctica ya habitual que, en casos de incorrecta aplicación del Derecho comunitario, la Comisión acuda, sin demora, al recurso del procedimiento de infracción con el fin de garantizar la existencia de un régimen normativo coherente y eficaz en toda la Unión Europea.

En conclusión, si bien quedan aún varios flecos por cerrar, las decisiones más relevantes están ya claras para la Comisión Europea (24).

El calendario previsto para la modificación del régimen de adquisición de participaciones significativas pretende que la Comisión Europea esté en condiciones de presentar una propuesta de revisión de las directivas afectadas este mismo verano, si bien resulta importante para la Comisión llegar a este punto con un fuerte consenso de los estados miembros.

## 2. Los acuerdos de supervisión: los próximos cinco años

Por último queda por hacer una referencia a la discusión que viene manteniéndose, desde las últimas reuniones del CEB, sobre la posible evolución de los acuerdos de supervisión en los próximos cinco años (*supervisory arrangements*), tanto para las entidades de crédito como para las empresas de servicios de inversión en la Unión Europea. Se trata de decidir el futuro de la supervisión en el sector financiero.

Ya el *Libro Verde* sobre la política de servicios financieros (2005-2010), publicado el 3 de mayo de 2005, recogía una sección, titulada «Supervisión eficaz y eficiente», que venía a pormenorizar el pensamiento inicial de la Comisión sobre el desarrollo de los acuerdos de supervisión. Se establecieron tres fases:

- 1) Acuerdo sobre los objetivos de política general.
- 2) *Maximización del marco actual, identificando lagunas y desarrollando las herramientas existentes.*
- 3) Desarrollo de nuevas estructuras.

Resulta importante subrayar que las discusiones en el seno del CEB se sitúan en la segunda fase.

El *Libro Blanco* ha confirmado este enfoque general, que además es un enfoque evolutivo sin ninguna aspiración revolucionaria.

Así, las discusiones se están concretando en:

— *Los objetivos de la supervisión.* Acierta la Comisión, a nuestro juicio, al señalar que es de la máxima importancia establecer un consenso sobre los objetivos que la supervisión en la Unión Europea debe alcanzar. Sin acuerdo en este punto, será muy difícil avanzar.

— *Defectos de los actuales acuerdos.* Lo importante es identificar los problemas de los acuerdos vigentes en relación con los objetivos de supervisión, y en el contexto de una creciente integración transfronteriza.

De ahí que la Comisión Europea haya presentado al CEB, en noviembre de 2005, un ambicioso informe (25)

sobre el futuro de la supervisión. Se trata de un informe eminentemente técnico, con una clara y precisa agenda de trabajo concretada en las siguientes áreas:

- 1) *Liquidez* (26).
- 2) *Gestión de crisis* (27).
- 3) *Función de «prestamista de última instancia»* (28).
- 4) *Sistemas de garantía de depósitos* (29).
- 5) *Saneamiento y liquidación* (30).

Huelga señalar que en las áreas de trabajo relativas a la gestión de crisis y al prestamista de última instancia se prevé, exclusivamente, desarrollar herramientas no normativas, dado que tales áreas no son susceptibles, por su propia naturaleza, de ser objeto de medidas legislativas.

Se puede concluir que, en materia de acuerdos de supervisión, y dados los términos de la propuesta original de la Comisión en su informe técnico, parece que el enfoque de la Comisión es del todo acertado, por lo que, de hecho, obtuvo una adhesión generalizada por parte del CEB, acordándose apoyar este enfoque evolutivo que se resume en situarse, exclusivamente, en la segunda fase contenida en el *Libro Verde*, que se ocupa de maximizar el marco actual, identificar deficiencias y carencias, y desarrollar las herramientas existentes.

Posteriormente, una nueva versión del informe de la Comisión sobre el futuro de la supervisión, presentada al CEB en marzo de 2006, planteó algunas dudas sobre el enfoque general, que parecía —sobre el papel— algo menos neutro, al orientarse, siquiera ligeramente, hacia la tercera fase, caracterizada por la decisión sobre la arquitectura supervisora. De hecho, algunos nos preguntamos entonces si tal agenda técnica estaba vinculada ya a la decisión política futura sobre la estructura de supervisión.

Sin embargo, la Comisión Europea ha manifestado, abiertamente, que lo realmente importante, ahora y en los próximos años, es saber para qué sirve la supervisión y qué objetivos debe tratar de alcanzar, por lo que mantiene la posición de que la cuestión de la arquitectura de supervisión es una cuestión de segundo orden, ya que, en definitiva, simplemente se trata de una cuestión política. En este sentido, sigue sustentando la opción política expresada en el *Libro Verde* y referida a que las nuevas estructuras de supervisión sólo deberían desarrollarse si las posibilidades de mejorar el marco actual resultaran incapaces de lograr los objetivos de estabilidad financiera e integración o de alcanzar los requerimientos establecidos por la legislación europea.

A mi juicio, debe apoyarse este razonado enfoque, de forma que lo más importante es alinear las competencias de supervisión y las consecuencias financieras. Por tanto, quien tenga la responsabilidad de la supervisión debe ser quien sufra las consecuencias.

El denominado *lead supervisor*, en los términos actualmente concebidos, puede determinar una distribución de competencias ineficiente que genere el efecto perverso de creación de conflictos de interés. Ahora bien, el razonamiento que debe hacerse es el siguiente: si una entidad financiera de un Estado miembro presta servicios en otro Estado miembro, mediante una filial —esto es, mediante una entidad legal o entidad dotada de personalidad jurídica—, en caso de que se produzca una crisis, el impacto político y económico recae indefectiblemente sobre el Estado en el que se prestan los servicios. Ahora bien, si la prestación de servicios se realiza mediante sucursal, los problemas patrimoniales de la misma se trasladan a la matriz, de forma que el impacto de todo tipo se centra en el Estado de origen de la entidad. Técnicamente, puede resultar del todo injusto un supervisor con una vasta concentración de poderes, teniendo en cuenta que, en caso de crisis, su Estado de origen (el de la matriz) no resulta afectado, por recaer las consecuencias negativas en el Estado de la filial. De ahí que opine que un sistema óptimo de distribución de competencias de supervisión debe tratar de asignar el poder de decisión a aquellos agentes que tienen más incentivos para utilizarlos de manera eficaz. Esto determina que las competencias de supervisión más relevantes deban corresponder a las autoridades de aquellos estados miembros que sufren las consecuencias económicas y políticas de las crisis. A dichos estados la normativa debe otorgarles el ejercicio de poderes excepcionales sobre la entidad objetivo, como la exigencia de mayores recursos propios, la sustitución provisional de sus órganos de administración o dirección, o incluso la intervención administrativa.

De todo esto concluyo que, en el que se ha denominado enfoque evolutivo, debemos situarnos en la actualidad en el corto plazo, que debe caracterizarse por analizar los problemas, en su caso, del sistema actual (31) —estructura incluida— y adoptar las medidas pertinentes (fundamentalmente normativas) para maximizar su potencial. Sólo en el caso de que se detectaran problemas graves irresolubles con el marco actual, sólo en ese caso, podría empezarse a considerar cambios institucionales.

Por esto, a mi juicio, es importante que la agenda de trabajo de la Comisión Europea no esté ligada ya a una futura decisión sobre la arquitectura de supervisión, de manera que las iniciativas en marcha no deban constituir un paquete dentro de un programa relacionado con la estructura supervisora. Hoy debe distinguirse

nítidamente entre ambas cuestiones, porque nada debe haber decidido hoy sobre una hipotética futura decisión política.

A mi juicio, la prioridad en los próximos dos o tres años debe ser exprimir el potencial de nuestro sistema, aplicar la Directiva de Adecuación de Capital —de la que deberán sacarse las oportunas conclusiones— y reforzar todo lo posible la cooperación.

## V. CONCLUSIONES

Sin duda, la primera conclusión que puede extraerse de todo lo hasta aquí dicho es que la ocupación y la preocupación de las instituciones europeas por la supervisión, desde el punto de vista normativo y de la pura ejecución, es del todo cierta. La normativa avala sobradamente esta afirmación. Desde hace casi una década, la supervisión ha venido siendo objeto de una constante atención por parte de las autoridades competentes en materia de servicios financieros, con el propósito de que no constituya un obstáculo a la integración financiera, y de que sea capaz de afrontar la cada vez mayor complejidad de las entidades supervisadas.

El PASF ya puso el acento en la estructura de supervisión y, posteriormente, el Informe Lamfalussy propuso una nueva arquitectura de regulación y cooperación en la supervisión. Se empezó a planear, entonces, la idea de una supervisión con autoridad única.

Hoy puede afirmarse que constituye una prioridad declarada el reforzamiento de la convergencia en la práctica supervisora y la profundización en la cooperación entre supervisores; objetivos que tienen su adecuado reflejo en la normativa más reciente o en la que está próxima a ver la luz en los diarios oficiales. En este sentido, dos han sido los hitos normativos en los últimos años que marcan la tendencia futura:

1. La Directiva de Conglomerados Financieros, que ha introducido dos conceptos novedosos en la supervisión: el del «coordinador» y el de «autoridades competentes relevantes».

2. La propuesta de Directiva de Adecuación de Capital, que va a suponer cambios relevantes en los acuerdos de supervisión, incrementando las competencias del supervisor en base consolidada (fundamentalmente, la validación de los modelos internos y las obligaciones de información al resto de autoridades respecto de las sucursales sobre las que son responsables).

El año 2005 fue esencial para los temas de supervisión. Así, en el seno del CEB se abrieron dos frentes: por un lado, comienza la discusión sobre la eliminación de

las posibles barreras que la regulación vigente pudiera suponer para la realización de fusiones transfronterizas de entidades de crédito comunitarias. Se acordó entonces modificar el procedimiento de adquisición de participaciones significativas en entidades de crédito, que posteriormente se extendería al ámbito de valores y seguros. Se trata de incrementar la transparencia del procedimiento, clarificando los criterios prudenciales que deben ser tenidos en cuenta por el supervisor correspondiente. Y, por otro lado, se inicia la discusión sobre el futuro de la supervisión, en los denominados «acuerdos de supervisión». Tales frentes constituyen la base del trabajo actual, si bien la sombra del *lead supervisor* mantiene su recurrencia.

Lo cierto es que, a finales de 2005, la Comisión Europea sorprendió con un informe sobre los acuerdos de supervisión. Se trataba de un enfoque técnico que aspiraba a maximizar el marco actual, identificar deficiencias y carencias y desarrollar las herramientas existentes, sin entrar a considerar el desarrollo de nuevas estructuras de supervisión, siguiendo así la opción política contenida en el *Libro Verde*. Se decidió estudiar un amplio espectro técnico de identificación de problemas, configurándose la agenda de trabajo de la Comisión Europea en áreas concretas tales como la liquidez, el prestamista de última instancia, la gestión de crisis, el saneamiento y liquidación de entidades de crédito y los sistemas de garantía de depósitos.

No obstante, la Comisión Europea, hoy por hoy, no contempla la discusión sobre la estructura de supervisión que, en su caso, debiera producirse en el futuro una vez agotado el modelo actual. Llegada la decisión sobre la aplicación de la figura del *lead supervisor*, tal decisión, del todo política, implicaría pasar de un modelo descentralizado de supervisión a uno centralizado, en el que el supervisor de la matriz de un grupo tuviera todo el poder para tomar decisiones prudenciales, incluidas las que afecten a las filiales.

En todo caso, en mi opinión, y desde un punto de vista puramente técnico, puesto que las opciones políticas son todas válidas, no puede afirmarse apriorísticamente la bondad o perversidad de un modelo determinado (32), pero sí puede defenderse la validez de un modelo descentralizado (el vigente), toda vez que no ha quedado demostrado su agotamiento por ineficaz. Por tanto, hoy por hoy, parece lo más razonable explorar todas las posibilidades que el sistema actual, estructura o arquitectura incluida, puede ofrecernos.

## NOTAS

(\*) Mi agradecimiento a Soledad Núñez, Directora General del Tesoro y Política Financiera, por sus acertados comentarios a este artículo y por otras muchas cosas.

Gracias muy especiales a Ana Ramírez e Iker Beraza, de la Subdirección General de Legislación y Política Financiera, por haberme facilitado sus notas e informes para la elaboración de este artículo, pero sobre todo por aportarme siempre su magnífico criterio técnico y su generosa disposición personal.

(1) Fue el Consejo Europeo de Estocolmo, en 2001, el que aprobó la reforma del procedimiento legislativo, distinguiendo los cuatro niveles hoy conocidos:

— *Nivel 1.* El procedimiento de codecisión sólo conocerá de los principios marco de la legislación. Son las grandes decisiones políticas contenidas en las directivas o reglamentos tradicionales.

— *Nivel 2.* Son las medidas de ejecución contenidas en las directivas o reglamentos de nivel 2. Tal estructura determinó la existencia de dos tipos de comités que asistieran a la Comisión Europea en sus tareas. Uno de nivel político, constituido por los ministerios de Finanzas y otro de nivel técnico, constituido por los supervisores correspondientes. Así, en primer lugar, la nueva estructura comenzó a funcionar en el ámbito de los valores, constituyéndose el Comité Europeo de Valores (CEV) y el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR). Posteriormente, tal estructura se extendió al ámbito bancario —Comité Europeo Bancario (CEB), y Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS)— y de seguros.

— *Nivel 3.* Aborda la cooperación reforzada entre los supervisores nacionales.

— *Nivel 4.* Consiste en la aplicación de la legislación comunitaria.

(2) El antecedente del *Libro Blanco*, publicado el 5 de diciembre de 2005, se encuentra en el *Libro Verde* sobre la política para los servicios financieros (2005-2010), publicado el 3 de mayo de 2005. Como señala la Comisión Europea, este Libro Verde sigue siendo un documento de referencia válido para las opciones políticas propuestas, por lo que, en este artículo, se harán remisiones a él, dada su validez.

(3) Por tanto, en España, en el ámbito bancario, el Banco de España es responsable de la supervisión individual de las entidades de crédito autorizadas en nuestro país, así como de la supervisión en base consolidada de los grupos de entidades de crédito cuya matriz es española.

(4) Como muy acertadamente señalan Ana Ramírez e Iker Beraza, de la Subdirección General de Legislación y Política Financiera, en un artículo aún no publicado, los conglomerados financieros (CF) no son, como tales, los sujetos de esta Ley. Los verdaderos sujetos son las «entidades reguladas» (entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, entidades aseguradoras y reaseguradoras, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y entidades gestoras de fondos de pensiones), que pertenecen a un conglomerado. A partir de ahí, desarrollan los autores una clasificación muy interesante y original en cuatro categorías y dejo al lector con la curiosidad, ciñéndome yo a la primera, esto es, a los conglomerados propiamente dichos, en el sentido de la Directiva. Así, quedan sujetas a todas las obligaciones legales establecidas en la Directiva, y por tanto en la legislación española, las entidades reguladas que pertenezcan a un grupo que cumpla los siguientes requisitos:

— Que la entidad dominante del grupo sea una entidad financiera regulada o que el grupo desarrolle su actividad principalmente en el sector financiero, esto es, que el porcentaje del balance de las entidades financieras del grupo sobre el balance total supere el 40 por 100.

— Que el grupo tenga una actividad intersectorial significativa (en banca/ valores y seguros), con peso significativo en ambos grupos. La actividad significativa se mide normativamente: si es superior al 10 por 100 la media del cociente entre el balance total de un sector financiero y el balance total de las entidades del sector financiero del grupo y el cociente entre los requisitos de solvencia de dicho sector y los requisitos totales de solvencia de las entidades del sector finan-

ciario del grupo. También si el balance total del sector financiero de menor dimensión del grupo es superior a 6.000 millones de euros.

(5) De acuerdo con el artículo 5 del Real Decreto 1332/2005, pueden tener tal consideración:

— Las autoridades competentes españolas o de otros estados miembros, responsables de la supervisión en base consolidada de las entidades reguladas de un conglomerado financiero.

— El coordinador, si es una autoridad distinta de las anteriores.

— Otras autoridades competentes interesadas, cuando lo decidan de común acuerdo las autoridades anteriores.

— Las autoridades sectoriales competentes españolas si se trata de un CF en el que esté incluida una entidad española y cuyas entidades reguladas extranjeras no pertenezcan a otro Estado miembro de la Unión Europea.

(6) De acuerdo con el artículo 5 de la Ley 5/2005, si la entidad dominante de un CF es una entidad regulada, la función del coordinador será ejercida por la autoridad competente que tenga encomendadas las funciones de vigilancia y supervisión del grupo consolidable en que aquella se integre o, en su defecto, de la propia entidad considerada individualmente. Ésta es la regla que rige si la entidad dominante es una entidad regulada española (artículo 14.1 del Real Decreto 1332/2005).

Si la entidad dominante no es una entidad regulada, la función del coordinador es ejercida por la autoridad competente responsable de la supervisión de la entidad regulada española con el mayor balance total en el sector financiero más importante (artículo 14.2 del Real Decreto 1332/2005).

(7) El artículo 5.3 de la Ley 5/2005, recoge con precisión las funciones del coordinador en relación con la supervisión adicional de las entidades reguladas de un CF. Las funciones son:

a) La coordinación de la recopilación y la difusión de la información pertinente o esencial, incluida la difusión de la información que resulte relevante para la labor de supervisión de una autoridad competente con arreglo a las normas sectoriales.

b) La supervisión general y la evaluación de la situación financiera de un conglomerado financiero.

c) La evaluación del cumplimiento de las obligaciones derivadas de la supervisión adicional, independientemente del cumplimiento de los requerimientos que les sean exigibles individualmente o en base consolidada.

d) La evaluación de la estructura, organización y sistemas de control interno del conglomerado financiero.

e) La planificación y coordinación de las autoridades de supervisión cuando resulte necesario para los objetivos de la supervisión adicional y, en todo caso, en situaciones graves.

f) El resto de funciones que se le atribuyan legalmente.

(8) Una vez identificado el coordinador, comienza la cooperación entre autoridades competentes. Tal cooperación alcanza a los acuerdos de coordinación entre autoridades competentes, la recopilación e intercambio de información pertinente o esencial para el ejercicio de la supervisión adicional con el alcance mínimo a que se refiere el artículo 15 del Real Decreto 1332/2005, y la consulta con carácter previo (salvo en casos de urgencia o cuando pueda comprometerse la eficacia de las decisiones) entre autoridades competentes sobre la adopción de una serie de medidas como los cambios en la estructura accionarial, organizativa o de gestión de las entidades reguladas del CF que requieran autorización administrativa o las sanciones importantes o medidas excepcionales.

(9) Si el coordinador detectara incumplimientos de las obligaciones por parte de un CF, lo pondrá en conocimiento de las autorida-



des competentes interesadas, con el fin de coordinar sus actuaciones. Además, si el incumplimiento se refiere a los requisitos de solvencia adicional, operaciones intragrupo o concentración de riesgos, el coordinador, de acuerdo con las demás autoridades competentes relevantes, requerirá a la entidad obligada la elaboración de un adecuado plan de retorno al cumplimiento.

(10) La mayor parte de las ideas expuestas sobre la Directiva de Adecuación de Capital corresponden a Gonzalo García Andrés, Subdirector General de Análisis Financiero y Estratégico, que, por su claridad, son traídas hasta aquí.

(11) El Acuerdo de Basilea de 1988, conocido como Basilea I, introdujo unas normas comunes para el cálculo de los requerimientos de recursos propios para hacer frente al riesgo de crédito, con los objetivos básicos de asegurar la igualdad competitiva y la estabilidad del sistema bancario internacional.

Las entidades debían cubrir los riesgos de su actividad con recursos propios al menos iguales al 8 por 100 de los activos ponderados por el grado de riesgo de la contraparte (se fijaron ponderaciones simples en función del tipo de prestatario). El Acuerdo se amplió en 1993 para cubrir también el riesgo de mercado.

(12) En los tres casos, la mecánica de cálculo del capital regulatorio, o requerimientos mínimos de recursos propios, es la misma, es decir:

$$\text{Requerimientos de recursos propios} = 8 \text{ por } 100 * \text{ponderación de la contraparte u operación} * \text{cuantía de la operación}$$

(13) Así, al promover una adecuada capitalización de los bancos e incentivar mejoras en la gestión del riesgo, Basilea II tendrá un impacto positivo sobre la estabilidad financiera. Un banco adecuadamente capitalizado y bien gestionado será más estable y más capaz de hacer frente a situaciones adversas.

(14) En este Segundo Pilar se prestará atención tanto a los riesgos considerados en el Primer Pilar (de crédito, de mercado y operativo), que no estén adecuadamente cubiertos por los requisitos establecidos, como a los riesgos no contemplados en el Primer Pilar, fundamentalmente el riesgo de tipo de interés, pero también «otros riesgos»: aquellos relacionados con el ciclo, los de concentración, de liquidez, jurídico, de reputación, etc. Adicionalmente, se llevará a cabo una valoración del cumplimiento del Tercer Pilar, sobre requisitos de transparencia informativa, especialmente en aquellas entidades que utilicen metodologías internas para el cálculo de las ponderaciones por riesgo.

(15) El artículo 19 de la DAC se corresponde con el artículo 16 de la Directiva Bancaria (2000/12/EC).

(16) Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (2004/39/EC).

(17) Directivas 92/49/EEC y 2002/83/EC.

(18) Directiva 2005/68/EC.

(19) El proceso de aprobación del supervisor, tal como figura en la normativa vigente, es visto por varios de los participantes del mercado como una barrera potencial a la consolidación transfronteriza, planteándose discrepancias entre las opiniones de supervisores e industria.

(20) Por supuesto, la idoneidad se refiere al potencial adquirente de una participación significativa.

(21) No hablamos, por tanto, de meras intenciones.

(22) Los plazos totales del conjunto del procedimiento continúan muy abiertos y, aunque puede presentarse una actitud receptiva por parte de la Comisión Europea, ésta será una de las últimas decisiones, en buena lógica.

(23) Algunas de las aspiraciones de la delegación española, expuestas en el CEB, son: la posibilidad de interrupción del transcur-

so del plazo si la información es incompleta y la posibilidad expresa de oposición a la adquisición por falta de información.

(24) Además de los principios que hemos citado expresamente, se manejan otros que igualmente deben contenerse en la modificación del régimen de participaciones significativas, como: incluir requisitos concretos de «no discriminación» y «transparencia» cuando existen ofertas competidoras sobre la entidad objetivo, con el fin de que todas las autoridades competentes relevantes puedan tener conocimiento de la existencia de otras propuestas de adquisición y de que todos los potenciales adquirentes puedan recibir el mismo trato sin que quepan discriminaciones, y ello para asegurar su *level playing field* o el principio tendente a la clarificación del procedimiento si el potencial adquirente pertenece a un tercer Estado.

(25) *Supervisory arrangements: the next five years.*

(26) Dado que el Comité de Supervisión Bancaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales va a empezar un estudio analítico para evaluar si las prácticas adecuadas de gestión del riesgo de liquidez pueden afectar a la estabilidad financiera y al buen funcionamiento de las entidades financieras y mercados en Europa, la Comisión Europea es de la opinión que podrán examinarse, fundamentalmente, la identificación de las deficiencias y los problemas en los actuales acuerdos de supervisión sobre liquidez desde una perspectiva distinta de la de la estabilidad financiera. Aunque la industria ha criticado los acuerdos vigentes —en particular, la ausencia de un enfoque armonizado europeo—, no ha sido capaz de identificar un impacto negativo.

(27) Una vez firmado el MoU sobre gestión de crisis (*Memorandum of Understanding on Co-operation between the Banking Supervisors, Central Banks and Finance Ministries of the European Union in Financial Crisis Situations*, de 27 de abril de 2005, con entrada en vigor el 1 de julio de 2005), ha tenido lugar recientemente (5-7 de abril de 2006), un ejercicio de simulación de crisis que identificará, en su caso, los problemas en esta área. En julio de 2006, la Comisión informará al CEB sobre las principales conclusiones que puedan extraerse de la simulación realizada.

(28) Con esta función se cubre la provisión de liquidez (*emergency liquidity assistance*) para las entidades financieras con problemas temporales de liquidez, pero solventes. Dada su naturaleza, dicha función reside en los bancos centrales y adopta distintas formas, generalmente ambiguas, con vistas a evitar el riesgo moral. Sin embargo, dado que esta función representa un eslabón en la cadena de los aspectos o áreas que se tratan dentro del contexto de los acuerdos de supervisión, se requiere cierta dosis de claridad. La Comisión, dada la naturaleza de esta cuestión, propone encomendar un informe sobre los problemas actuales, en este ámbito, al Banco Central Europeo y a los bancos nacionales.

(29) Tras algunos estudios, la Comisión intenta preparar una Comunicación sobre acciones futuras relativas a la Directiva 94/19/EC, de sistemas de garantía de depósitos, en la que se abordan, entre otras cuestiones, el ajuste del umbral mínimo garantizado (20.000 €); los acuerdos entre Estado de origen/Estado de acogida, el sistema de aportaciones basadas en el riesgo y los mecanismos de entrada y salida de los fondos. Se espera una discusión en profundidad en la próxima reunión del CEB en julio de 2006.

(30) Ya se han detectado numerosas ambigüedades y potenciales lagunas en la vigente Directiva 2001/24/EC, de saneamiento y liquidación de entidades de crédito. Se espera un informe de la Comisión que se presentará al CEB a finales de 2007.

(31) Es bastante conocida la prestación de servicios mediante sucursal y filial, pero quizá no esté suficientemente explotado el estatus de la Sociedad Europea que permite la conversión de filiales en sucursales y facilita el cambio de la sede legal de la compañía.

(32) Tales afirmaciones no serán sino opiniones subjetivas, más o menos fundadas.

# Implicaciones de Basilea II para la integración y la consolidación bancaria en Europa

Nicolas Jeanmart

## INTRODUCCIÓN

Desde hace más de seis años, la revisión del Acuerdo de Basilea (1) sobre requisitos de capital ocupa un lugar destacado en la agenda de supervisores y banqueros de todo el mundo. Durante la fase de negociación del nuevo acuerdo se suscitaron numerosos interrogantes, a los que los miembros del Comité de Basilea trataron de dar respuesta, como por ejemplo: ¿se debería imponer Basilea II a todas las entidades bancarias y empresas de inversión, o sólo a aquellas que operan a escala internacional?, ¿qué tipos de riesgos deberían estar sujetos a requisitos mínimos de capital?, ¿podría afectar Basilea II de forma negativa a las PYME, dificultando especialmente el acceso de este colectivo a la financiación?

Otra cuestión fundamental atañe a la posible repercusión de Basilea II en el proceso de integración en el sector bancario. En este contexto, se ha llegado a afirmar que Basilea II podría crear distorsiones competitivas entre las diferentes categorías de entidades bancarias a las que se aplica el marco, lo que podría provocar una oleada de fusiones y adquisiciones dentro del sector. También se ha dicho que Basilea II, por su carácter excesivamente gravoso, podría resultar inapropiado para las entidades de crédito de menor tamaño, que podrían verse obligadas a fusionarse. Estos son aspectos del nuevo marco de Basilea II que pretendemos analizar en este artículo.

En concreto, abordaremos tres aspectos del marco, analizando sus posibles repercusiones sobre el grado de integración y consolidación en el sector bancario de la Unión Europea (UE): 1) la coexistencia de diferentes métodos de cálculo del capital regulador mínimo; 2) la excesiva carga que impone el nuevo marco, sobre todo a cierto tipo de entidades bancarias, entre ellas, las de menor tamaño, y 3) los posibles cambios en el marco

para la supervisión de las entidades bancarias en la Unión Europea, discutidos en el contexto de la implementación de Basilea II. Para cada una de estas cuestiones se aportará la perspectiva de la Agrupación Europea de Cajas de Ahorros (AECA).

Antes de abordar estos tres aspectos con más detalle (apartado IV del documento), haremos un repaso de la normativa internacional en materia de requisitos de capital, presentando las principales características de Basilea I y Basilea II (apartado I). A continuación, comentaremos el proceso de adopción de Basilea II en dos partes del mundo: la Unión Europea (apartado II) y los Estados Unidos (apartado III). En el último apartado, presentaremos las conclusiones más destacadas de este artículo (apartado V).

Como hemos indicado, el objetivo del presente artículo es evaluar el impacto de la introducción de Basilea II en el proceso de consolidación del sector bancario en la Unión Europea. Para obtener una visión más completa de las cuestiones que pretendemos estudiar, comentaremos ciertos aspectos de la experiencia americana, ya que, en ocasiones, las cuestiones surgidas en el contexto de Basilea II han sido abordadas de manera distinta a ambos lados del Atlántico.

## I. DE BASILEA I A BASILEA II

### 1. Principales características de Basilea I

El Acuerdo de Basilea I, que adoptó el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en 1988, contiene un conjunto de reglas que obligan a las entidades bancarias a disponer de unos requisitos mínimos de capital para cubrir sus riesgos. Centrado en un principio en el riesgo crediticio, el Acuerdo fue modificado en el año 1996 para cubrir también el riesgo de mercado (2).

Pese a que el Acuerdo estaba inicialmente dirigido a las entidades de crédito activas en el ámbito internacional, y a los países del G-10 —miembros del Comité de Basilea (3)—, acabó siendo adoptado por más de 100 países en todo el mundo. Hoy en día se reconoce la importante contribución de Basilea I a la estabilidad y fortaleza del sistema financiero, al haber dotado al sistema bancario de una mayor capacidad de recuperación frente a los acontecimientos adversos. El amplio ámbito de aplicación geográfica de Basilea I ha permitido también alcanzar una mayor igualdad de condiciones a escala internacional, contribuyendo de este modo a evitar el arbitraje regulador.

En la Unión Europea, el Acuerdo de Basilea I se transpuso a través de directivas comunitarias (4). En Europa, como en casi la mayor parte del mundo, se tomó la decisión de que las reglas fueran obligatorias para todas las entidades de crédito. Una característica específica de la aplicación de Basilea I en la UE es su obligatorio cumplimiento para las empresas de inversión, además de las entidades de crédito. Respecto a la situación en Estados Unidos, cabe señalar que todas las entidades bancarias han tenido que aplicar el Acuerdo de Basilea I. Las empresas de inversión, sin embargo, no están sometidas a dicho Acuerdo.

El éxito internacional del Acuerdo de Basilea I tiene su explicación, en gran medida, en su sencillez y facilidad de aplicación: Basilea I consiste en una fórmula sencilla y fácilmente calculable por todas las entidades bancarias del mundo. En cambio, a partir de la década de 1990, esta sencillez empezó a recibir críticas, por considerarse que no reflejaba de forma correcta los riesgos reales a los que se enfrentaban las entidades bancarias. Del mismo modo, se empezó a percibir la sensación de que aumentaban las discrepancias entre el «capital regulador» —es decir, los fondos propios que las entidades tenían que mantener a efectos legales, y en particular, según las disposiciones de Basilea I— y el «capital económico», definido como la cantidad de capital que la entidad bancaria calcula en el contexto de su gestión, y que es asignado de forma interna. El aumento del desfase entre el capital regulador y el capital económico parecía ser especialmente significativo en el caso de las entidades de crédito grandes y complejas, que aplican modelos internos de cálculo y asignación del capital.

A raíz de estas cuestiones, el Comité de Basilea inició la revisión del Acuerdo de Basilea en 1999. En junio de 2004, tras cinco años de trabajo, el Comité de Basilea publicó una versión revisada de las normas sobre requisitos de capital para las entidades bancarias. El documento, que oficialmente se denominó *Convergencia internacional de medidas y normas de capital-marco revisado*, es conocido como «Basilea II». En el momen-

to de su publicación, el Comité indicó que el marco sería de aplicación a finales del año 2006, indicando, no obstante, que la utilización por parte de las entidades de crédito de los modelos más avanzados sería únicamente posible a partir de 2007.

## 2. Características principales de Basilea II

El marco de Basilea II introduce un cierto número de cambios importantes al Acuerdo de Basilea I. Si bien este artículo no pretende realizar un análisis exhaustivo de éstos, procederemos a señalar algunas de las novedades introducidas por Basilea II, de forma que nos facilite la comprensión de las cuestiones que tratamos de analizar en este estudio.

a) Mientras que Basilea I contaba con una sola fórmula para calcular los requisitos mínimos de capital para cubrir el riesgo crediticio (y posteriormente el riesgo de mercado), Basilea II consta de tres pilares que se refuerzan entre sí:

— El *primer pilar* («requisitos mínimos de capital») tiene como misión perfeccionar el marco de cálculo que se estableció en el Acuerdo de 1988. El pilar 1 establece, por tanto, las normas cuantitativas que deben seguir las entidades bancarias para calcular los fondos propios requeridos para cubrir sus riesgos.

— El *segundo pilar* («el proceso de examen supervisor») se apoya en la suposición de que, para cubrir los riesgos, no basta con disponer del capital adecuado. Por tanto, este pilar obliga a las entidades de crédito a desarrollar y emplear mejores técnicas de gestión del riesgo. Así como el primer pilar representa los aspectos *cuantitativos* de Basilea II, el segundo pilar representa su parte *cualitativa*.

— El *tercer pilar* («disciplina de mercado») obliga a las entidades de crédito a divulgar información sobre numerosos aspectos. Se basa en la suposición de que la disciplina de mercado mejora con la divulgación de información, ya que los mercados se encuentran en una mejor posición para valorar adecuadamente la suficiencia de fondos propios de las diferentes entidades. Este hecho, a su vez, contribuye a incentivar que las entidades bancarias apliquen técnicas de gestión del riesgo más sólidas y seguras.

b) En cuanto al ámbito de aplicación, el nuevo marco cubre el riesgo *operativo*, además de los riesgos de *crédito* y *mercado* ya cubiertos en Basilea I. Estos tres riesgos están incluidos de forma explícita en el pilar 1. Otros riesgos, como el del tipo de interés en la cartera de inversión y el riesgo de liquidez, deben ser tratados con la ayuda del segundo pilar, de «examen supervisor».

c) Basilea II no introduce prácticamente ningún cambio en cuanto al tratamiento del riesgo de mercado (5). Por contra, el Acuerdo contiene importantes modificaciones en lo que respecta al tratamiento del riesgo crediticio, así como un tratamiento específico para el riesgo operativo, aspecto que no cubría Basilea I. En lo que respecta a estas dos áreas, Basilea II ha pasado de utilizar la fórmula de la «talla única», que se estableció en el Acuerdo de Basilea I, a proponer una serie de opciones entre las que las entidades podrán elegir:

— Con respecto al riesgo crediticio, Basilea II introduce la posibilidad de elegir entre tres opciones diferentes: un método estándar (método 1), que sigue en gran medida el enfoque establecido en Basilea I, y un método basado en calificaciones internas (*Internal Ratings Based* o IRB, por sus siglas en inglés), del cual existe una versión «básica» (método 2) y otra «avanzada» (método 3). Según el método IRB, las entidades bancarias tienen que calcular sus activos ponderados por el riesgo, y por tanto sus requisitos de fondos propios, a base de modelos y parámetros internos. En el caso del método IRB básico, el papel de la entidad de crédito se limita a calcular un parámetro único: la probabilidad de incumplimiento (PD, por sus siglas en inglés). En el caso del método IRB avanzado, el papel de la entidad de crédito es mucho más amplio, ya que, además de la PD, la entidad tiene la obligación de asignar valores a los siguientes parámetros: la pérdida en caso de incumplimiento (LGD), la exposición al riesgo de crédito (EAD) y el vencimiento efectivo (M).

— La misma filosofía se ha seguido en lo que respecta al riesgo operativo, según la cual, las entidades pueden elegir entre: 1) la aplicación de un indicador básico; 2) la aplicación de un «método estándar» más avanzado, y 3) la aplicación de un método basado en modelos internos, denominado «modelo de medición avanzada» (AMA).

## II. ADOPCIÓN DE BASILEA II EN LA UNIÓN EUROPEA

### 1. Presentación general

Al igual que sucedió con la adopción en Europa de Basilea I, la transposición del marco de Basilea II en los estados miembros de la Unión Europea se realizará mediante un texto jurídico común, conocido como Directiva sobre Requisitos de Capital —Capital Requirements Directive, CRD, por sus siglas en inglés (6). Tras algo más de un año de debates en el seno de las instituciones europeas, se alcanzó un acuerdo en octubre de 2005. La directiva se publicó en el *Diario Oficial de la Unión Europea* el 30 de junio de 2006 (7).

Las instituciones europeas han puesto de manifiesto en repetidas ocasiones el trabajo que han realizado para conseguir que la Directiva sobre Requisitos de Capital sea consistente con el marco de Basilea II, contribuyendo así a la igualdad de condiciones a escala mundial. Al mismo tiempo, las autoridades han subrayado la necesidad de introducir las modificaciones adecuadas en la directiva comunitaria para adaptar el texto original del Comité de Basilea a las especificidades del sistema bancario europeo. Esto explica por qué existen pocas diferencias entre los dos textos, aunque éstas sean en ocasiones significativas.

En lo que respecta al calendario de aplicación de Basilea II, la CRD respeta la solución propuesta por el Comité de Basilea: aplicación opcional de los métodos básico e intermedio a partir del 1 de enero de 2007, y aplicación obligatoria de todos los métodos a partir del 1 de enero de 2008.

### 2. Un asunto esencial: el ámbito de aplicación

En lo que respecta al ámbito de aplicación de la Directiva, la Comisión Europea manifestó desde un primer momento su intención de que el nuevo marco se aplicase a todas las entidades de crédito y empresas de inversión de la UE, independientemente de su tamaño. La Comisión decidió continuar, por tanto, con el planteamiento seguido con la implementación de Basilea I en la UE. La Comisión pretendía con este planteamiento garantizar la igualdad de condiciones entre todas las entidades. El nuevo marco debía ser, así pues, versátil para poder ser de aplicación a todo tipo de entidades, independientemente de su tamaño o del nivel de sofisticación de sus operaciones.

En este sentido, la Comisión indicó en su segundo documento de consulta sobre la revisión del capital regulador para las entidades de crédito y las empresas de inversión (8): «la Directiva sobre Adecuación de Capital introdujo un marco común de capital regulador, en el que se señalaba que era conveniente alcanzar la igualdad de condiciones entre las entidades de crédito y las empresas de inversión, ya que dichas entidades compiten entre sí dentro del mercado financiero común. Desde todas las esferas se indicó la importancia de que el nuevo marco siguiese respetando las necesidades de las diversas entidades que se viesan afectadas, directa o indirectamente, por las revisiones propuestas.»

En el tercer documento de consulta (9), la Comisión reiteró que la aplicación universal del Acuerdo (a todo tipo de entidades) era la mejor manera de asegurar la igualdad competitiva. En este documento, la Comisión afirmó que «además de satisfacer los imperati-

vos prudenciales de solidez y estabilidad financiera, y de protección del consumidor, este planteamiento también asegura la igualdad de condiciones. Refleja los principios en los que se asienta el mercado interior de servicios financieros (una autorización única, el reconocimiento mutuo y el control por parte del país de origen). Responde a las realidades de un mercado europeo muy diverso, en el que instituciones de distintos tipos, tamaños y grados de complejidad compiten directamente entre sí por la provisión de servicios financieros. También debería contribuir a mejorar las prácticas de gestión del riesgo dentro del sector de servicios financieros de la UE en su conjunto.» Este planteamiento recibió el respaldo del sector bancario europeo.

### **III. ADOPCIÓN DE BASILEA II EN ESTADOS UNIDOS**

Los Estados Unidos de América, país miembro del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, eligieron otro camino a la hora de implementar Basilea II.

En 2003, la Reserva Federal hizo pública su intención de alejarse de las recomendaciones del Comité de Basilea en lo referente al ámbito de aplicación del nuevo marco. En particular, con ocasión de una audiencia organizada por el Congreso (10), Roger Ferguson, entonces vicepresidente de la Reserva Federal, anunció la intención de las autoridades supervisoras de EE.UU. de aplicar únicamente la versión IRB avanzada de Basilea II. Por aquel entonces, las autoridades supervisoras tenían previsto exigir a los diez bancos más grandes de EE.UU. que adoptaran el modelo IRB avanzado, y que el marco fuera opcional para el resto de instituciones, siempre que éstas pudieran cumplir con los elevados requisitos del modelo avanzado de Basilea II. A efectos prácticos, la inmensa mayoría de entidades seguiría aplicando Basilea I. El Sr. Ferguson indicó que, para todas estas entidades de crédito, «las deficiencias de la normativa actual (...) no son lo suficientemente importantes como para justificar un giro obligatorio al régimen de Basilea II».

Esta decisión se vio confirmada en agosto de 2003 con la presentación para consulta del borrador del texto oficial referente a la introducción de Basilea II —la «Notificación avanzada de propuesta legislativa», o *Advanced notice of proposed rulemaking*, ANPR, por sus siglas en inglés (11). En este documento, se distinguía entre las organizaciones bancarias a las que se les exigiría aplicar los métodos avanzados y aquellas entidades que tendrían la posibilidad de aplicarlos en caso de cumplir con una serie de criterios, estándares y requisitos. Con objeto de determinar las consecuencias sobre la competencia de la introducción de este planteamiento bifurcado, la ANPR incluía además una sección en la que las

cuatro agencias supervisoras de EE.UU. (12) solicitaban opiniones a este respecto.

Un elevado número de encuestados indicaron que el enfoque bifurcado podría provocar desigualdad de condiciones, al someter a las entidades a normas distintas. Estas inquietudes se debían, en gran parte, al hecho de que estudios de impacto llevados a cabo con anterioridad habían indicado que Basilea II podría resultar en una reducción del capital regulador, ventaja que no podría ser aprovechada por aquellas entidades bancarias que no aplicasen el marco (13).

Tras la consulta, los supervisores federales de EE.UU. decidieron mantener el ámbito de aplicación de Basilea II limitado, confirmando así su opinión de que la nueva normativa, por su excesiva complejidad, no sería apropiada para las entidades de crédito más pequeñas. Sin embargo, en respuesta a las inquietudes expresadas por ciertas entidades, se sugirió revisar la aplicación de Basilea I en EE.UU., de forma que fuese más sensible al riesgo. La nueva versión de Basilea I, conocida como «Basilea I A», sería de obligado cumplimiento para todas las entidades de crédito no sometidas a Basilea II. Este planteamiento fue corroborado mediante la publicación de una ANPR sobre Basilea I A en octubre de 2005 (14).

El proceso de introducción de Basilea II en EE.UU. aún no ha finalizado. Todavía queda por publicar una notificación de propuesta legislativa (NPR, por sus siglas en inglés) para consulta, referente a Basilea IA y Basilea II. Quedan, por tanto, un número de interrogantes pendientes de resolución. A día de hoy, no obstante, todo parece indicar que se mantendrá el planteamiento bifurcado, y que aquellas instituciones que no apliquen Basilea II tendrán que acatar Basilea I A, la nueva versión de Basilea I más sensible al riesgo. El calendario de introducción del marco nuevo también será diferente del que sugirió el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, ya que Basilea II no será de aplicación hasta el 1 de enero de 2009, con la obligación de respetar suelos durante al menos tres años a partir de su entrada en vigor (15).

### **IV. ASPECTOS DE BASILEA II QUE PODRÍAN TENER REPERCUSIÓN SOBRE EL PROCESO DE INTEGRACIÓN Y CONSOLIDACIÓN DEL SECTOR BANCARIO DE LA UNIÓN EUROPEA**

Está generalmente aceptado que varios aspectos de Basilea II podrían tener una repercusión tanto sobre el proceso de integración del sector bancario de la UE como en términos de distorsiones de la competencia. Nos centraremos a continuación en tres ámbitos que consideramos especialmente relevantes en este debate.

— El primero, y más importante, está relacionado con el hecho de que, en principio, las grandes entidades de crédito que operan a escala internacional y las entidades locales utilizarán métodos diferentes para calcular sus requisitos de capital en relación con los riesgos crediticio y operativo. En concreto, cuanto más grande y más compleja sea una entidad de crédito, mayor es la probabilidad de que elija una metodología avanzada, ya que la implementación de las metodologías avanzadas de Basilea II exige una fuerte inversión (en informática, plantilla, etc.) que las entidades de mayor tamaño tienen más capacidad de afrontar. Por consiguiente, mientras que la mayoría de las entidades de mayor tamaño utilizarán el método IRB Avanzado (para el riesgo crediticio) y el método AMA (para el riesgo operativo), es previsible que muchas entidades pequeñas apliquen las metodologías estandarizadas con las que cuenta Basilea II, al menos durante los primeros años de su implementación. Esto podría crear distorsiones en la competencia entre las diferentes categorías de entidades bancarias, sobre todo si las metodologías previstas en Basilea II se traducen en niveles diferentes de requisitos de capital. Se ha llegado a decir que este aspecto podría desembocar, a su vez, en una oleada de fusiones y adquisiciones, ya que algunas entidades se situarían en una posición favorable para adquirir a sus competidores.

— En segundo lugar, el marco de Basilea II ha sido criticado en algunas ocasiones, por ser excesivamente complejo y gravoso. Este «riesgo regulador» podría ser particularmente serio para las entidades más pequeñas, para las cuales la introducción de nuevas normas puede resultar más problemática que para las entidades grandes.

— Por último, en el caso europeo, han tenido lugar numerosos debates durante el proceso de adopción de la CRD en cuanto a la forma más adecuada de organizar la supervisión prudencial del sector bancario. En este contexto, algunas entidades activas a escala internacional ha instado a los órganos legisladores de la UE a que organicen la supervisión prudencial de las entidades de crédito de la UE con un enfoque más europeo. Las entidades de crédito activas a escala local han respondido que un cambio de este tipo no sería apropiado, ya que no se garantizaría la igualdad de condiciones para todas las categorías de entidades. Estas entidades han expresado su preocupación por las consecuencias que podría suponer un cambio radical del marco supervisor de la UE para la competencia en el sector bancario.

Estos tres asuntos relacionados con la introducción de Basilea II en Europa serán abordados con mayor detalle en los epígrafes siguientes.

## **1. Coexistencia de diferentes métodos para el cálculo de los requisitos mínimos de capital**

---

Desde el comienzo de la revisión del Acuerdo de Basilea, el Comité de Basilea dejó claro su objetivo de mantener estable el nivel general de capital exigido. El Comité consideraba que las entidades bancarias de todo el mundo operaban con un nivel apropiado de fondos propios, como consecuencia, en parte, de Basilea I, y que por lo tanto no sería apropiado modificar este nivel de forma significativa.

Por otro lado, el Comité de Basilea decidió introducir incentivos para que las instituciones financieras calcularan sus riesgos de forma más precisa. Con base en estos incentivos, las entidades que utilicen modelos internos deberían verse sometidas a unos requisitos de capital menos rigurosos que aquellas entidades que apliquen modelos estándares, *ceteris paribus*. Este objetivo ha sido, a veces, cuestionado por las entidades más pequeñas, quienes han advertido de que tal incentivo podría crear una situación de ventaja para las entidades grandes, con más posibilidades de aplicar los modelos internos disponibles en Basilea II. Especialmente en EE.UU., representantes de las entidades pequeñas argumentaron que una ventaja competitiva de tales características desencadenaría una oleada de fusiones y adquisiciones, como consecuencia del hecho de que las entidades grandes utilizarían el capital liberado para emprender actividades de adquisición. El objetivo de este apartado es reflexionar sobre la probabilidad de que esta situación llegue a materializarse, para lo cual abordaremos dos tipos de cuestiones.

En un primer paso, analizaremos si los requisitos mínimos de capital derivados de Basilea II serán diferentes de los impuestos por Basilea I, y del mismo modo, si en Basilea II los requisitos de capital serán diferentes según la categoría de entidad de que se trate. Esto incluye determinar si las entidades de crédito que aplican modelos internos tendrán unos requisitos diferentes a los de las entidades que apliquen los modelos estandarizados, y si las diferencias serán significativas. Del mismo modo, es necesario considerar si el tratamiento que otorga Basilea II a determinadas categorías de productos financieros, como el crédito al sector minorista, podría ocasionar que los requisitos de capital fuesen diferentes para determinados tipos de entidades, especializadas en este tipo de negocio.

En un segundo paso, estudiaremos la repercusión que puede tener sobre las operaciones de concentración en un determinado mercado el hecho de que distintas entidades operen con diferentes niveles de capital.

Por último, presentaremos las conclusiones, y analizaremos las consecuencias de la coexistencia de diferentes metodologías en términos de competencia en el sector bancario.

### 1.1. *Primer paso: la repercusión de Basilea II en términos del capital mínimo requerido*

El primer paso consiste en evaluar la posible repercusión de Basilea II en términos del capital mínimo requerido (MRC, por sus siglas en inglés). Para llevar a cabo este análisis, utilizaremos los resultados de los estudios de impacto cuantitativo (QIS, por sus siglas en inglés) que supervisores de todo el mundo llevaron a cabo durante el proceso de adopción de Basilea II, ya que el objeto de estos ejercicios es precisamente evaluar el impacto de Basilea II en el capital mínimo requerido a las entidades de crédito.

Analizar los resultados de los estudios de impacto que se llevaron a cabo antes de la publicación de Basilea II, en junio de 2004, no es de gran ayuda, ya que no están basados en la última versión del marco. Teniendo esto en cuenta, los resultados del cuarto estudio de impacto cuantitativo (QIS 4), que se llevó a cabo en EE.UU. a finales de 2004, nos pueden aportar una primera aproximación útil. También se puede tratar de extraer conclusiones de los resultados del quinto estudio de impacto cuantitativo (QIS 5), que han iniciado 32 países (pero no EE.UU.) a finales de 2005.

#### A) Resultados principales del QIS 4 en EE.UU.

La publicación de los resultados provisionales del QIS 4 en mayo de 2005, por parte de las agencias reguladoras de EE.UU., generó una cierta alarma, dada la gran dispersión en términos de requisitos mínimos de capital entre las diferentes entidades que participaron en el ejercicio. En comparación con los requisitos mínimos calculados a partir de Basilea I, los resultados calculados según el QIS 4 oscilaban entre un aumento del MRC del 56 por 100, y un descenso del 47 por 100. Además, el QIS 4 indicó un importante descenso en el capital mínimo de las entidades participantes de un 15,5 por 100 de media, siendo la mediana del descenso del 26 por 100 (16). Estos inesperados resultados despertaron algunas críticas, y no sólo porque pudieran suponer una fuente de problemas para las entidades de crédito que no aplicasen Basilea II, sino también por el peligro que podrían suponer para el sistema financiero estadounidense, por no imponer niveles apropiados de fondos propios.

El 24 de febrero de 2006 los cuatro reguladores americanos publicaron un documento en el que se incluía

un análisis más detallado de los resultados del QIS 4 (17). El principal objetivo de los supervisores era ofrecer una explicación al descenso significativo del capital mínimo requerido, así como a la considerable dispersión de los resultados que se obtuvieron en el QIS 4. Las agencias señalaron que a estos resultados observados contribuyeron una multitud de factores. Por un lado, el entorno económico que prevalecía cuando se llevó a cabo el QIS 4 era, en cierto modo, benigno. También observaron que gran parte de la dispersión observada se debía a la diversidad de fuentes de datos y metodologías empleadas por las entidades bancarias para cuantificar sus riesgos. A esto favoreció el hecho de que, cuando se llevó a cabo el QIS 4, las entidades se encontraban en distintas fases de preparación en cuanto a la aplicación de Basilea II, así como el que el marco permita cierto grado de flexibilidad a las entidades de crédito. Otra explicación que ofrecieron los reguladores a la dispersión de los requisitos de capital apunta a las diferencias existentes entre las entidades participantes en cuanto a la composición y calidad de sus carteras.

Teniendo en cuenta que los resultados del QIS 4 aún están rodeados de un cierto grado de incertidumbre en EE.UU., no resulta fácil extraer conclusiones categóricas de ellos en lo referente a la repercusión de Basilea II en el MRC. Otra limitación proviene del hecho de que sólo 26 bancos participaron en el ejercicio, esto es, los bancos con mayor probabilidad de aplicar los modelos avanzados de Basilea II, ya que las demás entidades no aplicarán este marco. También se debería destacar que el ejercicio QIS 4 (llevado en cabo en EE.UU.) se basó en la implementación norteamericana de Basilea II, y por tanto sus conclusiones no son directamente transferibles a la situación europea. Por todos estos motivos, procederemos a evaluar a continuación los resultados del quinto estudio de impacto cuantitativo (QIS 5), en el que participaron entidades de crédito de 32 países entre octubre y diciembre de 2005. El 16 de junio de 2006, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (18) y el Comité de Supervisores Bancarios Europeos —CEBS, por sus siglas en inglés (19)— publicaron los resultados del QIS 5 para los ámbitos mundial y europeo respectivamente.

#### B) Resultados principales del QIS 5

En el QIS 5, al igual que en ejercicios parecidos realizados con anterioridad, se distingue entre «entidades del grupo 1» y «entidades del grupo 2». Las entidades del grupo 1 se definen como aquellas que cumplen con los siguientes criterios: operan a escala internacional, están diversificadas y poseen unos fondos propios que superan los 3.000 millones de euros. Las demás entidades se consideran como entidades del grupo 2. Ade-

más, el Comité de Basilea distingue entre «países del G10» (grupo que incluye a los trece países miembros del Comité de Basilea), «países del CEBS» —incluyendo a los países europeos que son miembros del CEBS (20)— y «otros países no miembros del G10», entre los que se incluyen países que no son miembros del Comité de Basilea ni del CEBS (21).

Los resultados del QIS 5 muestran que el capital mínimo requerido experimentaría un descenso con Basilea II respecto a Basilea I. En concreto, el estudio muestra un descenso medio aproximado del 6,8 por 100 para las entidades del grupo 1 del G10, y de un 11,3 por 100 para las entidades del grupo 2 del G10 (22). En el caso de los países del CEBS, se obtuvieron resultados parecidos: -7,7 por 100 para las entidades del grupo 1, y -15,4 por 100 para las entidades del grupo 2. Los resultados fueron más dispersos en el caso de los países no miembros del G10: -20,7 por 100 para las entidades del grupo 1, y +19,5 por 100 para las entidades del grupo 2 (23).

Según lo previsto, el descenso es más importante para unas carteras que para otras. Por ejemplo, los resultados del QIS 5 apuntan a descensos bastante significativos en las carteras de *crédito hipotecario minorista*, *otras carteras minoristas* y *PYME con tratamiento de empresas*. Por el contrario, aparecen aumentos de capital en ciertas áreas, como en el *riesgo operativo* (que no cubría Basilea I), *posiciones frente a soberanos* y *posiciones frente a bancos (interbancarias)*.

Es importante observar que los resultados que aportan el QIS 5 se han calculado con base en el primer pilar. Los requisitos de capital de algunas entidades bancarias podrían variar, por tanto, en virtud del segundo pilar, que otorga a los supervisores la discreción de exigir capital complementario en caso de que consideren que determinados riesgos no están cubiertos adecuadamente por el pilar 1. Éste, en concreto, podría ser el caso de las posiciones frente a los créditos hipotecarios, ya que estas carteras son muy sensibles al riesgo de tipo de interés, categoría de riesgo que no cubre el pilar 1, y que se espera que los supervisores controlen basándose en el segundo pilar.

El Comité de Basilea y el CEBS analizaron también si cabe esperar que el nuevo marco incentive a las entidades de crédito a utilizar métodos avanzados. Ambos comités concluyeron que la estructura de incentivos prevista en Basilea II debería alcanzar sus objetivos. El CEBS, por ejemplo, indica en su informe que «por lo general, la estructura de incentivos funciona bien para los tres métodos y los dos grupos de entidades de crédito». En el caso de las entidades del grupo 1, para el que la presencia de incentivos es más relevante, el CEBS observa un descenso del 13,5 por 100 en términos de capital

mínimo requerido entre el método estándar y el FIRB, y del 6,8 por 100 entre el método FIRB y el AIRB.

### C) Conclusiones principales en lo que respecta al QIS 4 y al QIS 5

Los resultados del QIS 4 (en EE.UU.) y del QIS 5 (en todos los países participantes) parecen confirmar que, en comparación con Basilea I, los requisitos de capital tenderían a disminuir con Basilea II. No obstante, esta conclusión debe ser matizada ya que se han tomado una serie de medidas para garantizar que el nuevo marco no provoque un descenso significativo del capital mínimo requerido. A modo de ejemplo, podríamos mencionar lo siguiente:

— Los resultados obtenidos en el QIS 4 y el QIS 5 se basan exclusivamente en los cálculos del primer pilar y, por tanto, no tienen en cuenta el hecho de que los supervisores tienen la posibilidad de exigir a las entidades bancarias que dispongan de capital complementario (en virtud del pilar 2) si consideran que no están cubiertos de forma apropiada los riesgos.

— Tanto QIS 4 como QIS 5 se llevaron a cabo en un período de condiciones macroeconómicas favorables. Este hecho podría inclinar a los supervisores a aumentar los requisitos de capital, con el fin de garantizar que las entidades de crédito mantengan una base de capital suficiente durante todo el ciclo económico.

— Durante un período de transición, se aplicarán sueltos, que establecerán un límite a la disminución de los requisitos de capital.

Los resultados del QIS 5 muestran, asimismo, un MRC inferior para los métodos basados en calificaciones internas que para los métodos estándares, conclusión coherente con la estructura de incentivos que establece Basilea II. Los requisitos de capital deberían ser inferiores, por tanto, para las entidades de mayor tamaño y sofisticación, que son más proclives a implementar los métodos internos.

Por otro lado, los resultados de los estudios de impacto confirman que se esperan reducciones importantes de capital para determinadas carteras, como por ejemplo para la de posiciones frente al sector minorista. Este aspecto podría beneficiar a las entidades bancarias de menor tamaño, ya que sus carteras minoristas tienden a ser proporcionalmente mayores que las de las entidades más grandes. Este resultado podría, por tanto, compensar en cierto grado las reducciones de capital ocasionadas por la «estructura de incentivos» que, como hemos indicado anteriormente, se espera beneficien a las entidades grandes en mayor grado.



## 1.2. Segundo paso: relación entre requisitos de capital y concentración bancaria

El hecho de que los requisitos de capital impuestos por Basilea II puedan aumentar el grado de concentración en el sector bancario ha acaparado mucha atención en los últimos años. Sin embargo, y quizá de modo sorprendente, en muy pocos estudios se ha investigado la relación que existe entre los requisitos mínimos de capital y las operaciones de fusión y adquisición. El objetivo de este apartado es profundizar en el estudio de esta relación.

La Reserva Federal de EE.UU. publicó un estudio sobre esta cuestión en febrero de 2004 (24). El estudio recoge dos argumentos según los cuales los requisitos mínimos de capital podrían desencadenar una ola de fusiones y adquisiciones dentro del sector bancario: el «exceso de capital mínimo requerido» y el «coste relativo del capital».

El argumento del «exceso de capital mínimo requerido» se basa en el supuesto de que las entidades de crédito que aplican métodos avanzados acabarían con un exceso de capital, lo que les facilitaría el camino para emprender operaciones de fusión y adquisición. Por ejemplo, el exceso de capital liberado gracias a la utilización de métodos internos podría permitir el aumento de las actividades del banco sin modificar sus fondos propios, incrementando así su ROE. Esta situación podría, a su vez, mejorar su calificación y, por tanto, facilitar que se produzcan nuevas adquisiciones.

El argumento del «coste relativo del capital» implica que una entidad que no utilice métodos internos valdría más si formase parte de un grupo que utilizase métodos internos que operando de forma aislada, ya que el grupo en su conjunto podría operar con unos niveles reducidos de capital mínimo requerido.

En el estudio de la Reserva Federal se han desarrollado dos tipos de pruebas para comprobar la validez de estas dos categorías de argumentos. En la primera prueba se han utilizado datos recientes, referentes a las operaciones de fusión y adquisición y a ratios de capital, para determinar si, *ceteris paribus*, las grandes entidades de crédito con un mayor exceso de capital mínimo requerido muestran una mayor tendencia a adquirir otras entidades. La segunda prueba se basa en observaciones de la actividad de fusión y adquisición resultante de la introducción en el pasado de cambios importantes en las normas que definen los requisitos de capital de los bancos.

Basándose en las pruebas realizadas, el estudio concluye que no hay argumentos convincentes para afirmar que el exceso de capital mínimo requerido o los cam-

bios en las normas en cuanto a los requisitos de capital hayan tenido una repercusión importante sobre las operaciones de fusión en el sector bancario.

Pocos estudios más se han llevado a cabo para analizar la relación específica entre el nivel de capital requerido y las actividades de concentración en el sector bancario. Este hecho podría ser interpretado como un indicador de que el capital mínimo requerido no se considera, por regla general, un factor determinante para las operaciones de concentración en el sector bancario, en contraposición a factores tales como la consecución de economías de escala, el aumento de la eficiencia de las entidades fusionadas o el aumento de beneficios a través de una mejor diversificación de actividades.

## 1.3. Concentración en el sector bancario y distorsiones competitivas como consecuencia de la aplicación de distintos modelos por parte de las entidades bancarias: perspectiva de la AECA

Como ya se ha indicado anteriormente (epígrafe 1.1), es difícil extraer conclusiones por el momento en cuanto a los requisitos de capital impuestos por Basilea II para cada uno de los métodos (estándar, intermedio y avanzado). Las cifras de que disponemos indican que las reducciones serán ligeramente más importantes para las entidades bancarias que utilicen los métodos más avanzados. Ésta es una consecuencia lógica de la decisión del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea de introducir incentivos a las entidades para que utilicen mejores técnicas de gestión del riesgo. Esto se podría compensar, en cierta medida, con una serie de factores adicionales, como la aplicación de unos requisitos de capital más estrictos por parte de los supervisores en lo que respecta al pilar 2, o el hecho de que, como promedio, las entidades que aplican los métodos estandarizados disponen de una mayor proporción de posiciones frente al sector minorista, para las que las reducciones del capital mínimo requerido serán más importantes.

En función de las observaciones realizadas anteriormente (epígrafe 1.2), podemos concluir que no existe una relación directa entre el nivel de capital de las entidades de crédito y sus actividades de concentración. Así lo sostiene el estudio llevado a cabo por la Reserva Federal.

Este análisis no sería completo, no obstante, sin estudiar este aspecto desde el punto de vista de la competencia. En efecto, hay que considerar que la introducción de distorsiones en la competencia en un determinado mercado puede repercutir en el proceso de integración y consolidación, al situar a algunos de los participantes del mercado en una posición más

favorable (y, por tanto, facilitando su crecimiento) y dejar a otros en una situación más débil (por tanto, obligándoles a reducir sus actividades).

En este contexto, es importante destacar el papel que desempeña el capital en el sector bancario. Para cualquier entidad bancaria, su capital es un recurso fundamental que debe gestionarse de manera óptima. El capital de las entidades de crédito es, por tanto, una de las principales áreas sobre las que se asienta la competencia dentro del sector bancario. Así lo demuestra el hecho de que el Comité de Basilea proporcione unos «incentivos» en forma de reducciones de capital mínimo requerido para aquellas entidades que mejoren su gestión del riesgo. Por consiguiente, no sólo se deberían contemplar las diferencias que puedan existir entre las distintas metodologías previstas en Basilea II, en términos de requisitos de capital, desde la perspectiva de su repercusión directa sobre las actividades de fusión y adquisición, sino también desde la perspectiva de la competencia.

En concreto, una de las ventajas de que disfrutaban las entidades bancarias que operan con más capital que el mínimo impuesto por la normativa de Basilea es que, normalmente, se suelen beneficiar de unos *ratings* más favorables por parte de las agencias de calificación del crédito. Para las entidades que recurren a los mercados de capitales para su financiación (y éste es el caso de la mayoría de las entidades), esa mejor calificación se traduce directamente en un menor coste de la financiación.

Asimismo, dado que los requisitos de Basilea imponen una limitación a las actividades que puede desarrollar una entidad bancaria en función de su nivel de capital, operar con un exceso de capital significa situarse en una posición de crecimiento, al poder expandir las actividades de mercado y de crédito.

Los supervisores nacionales deberán seguir con particular atención, por tanto, el hecho de que los requisitos de Basilea II podrían derivar en unas reducciones de capital más importantes para algunas entidades bancarias, a pesar de que el nivel de riesgo de éstas pueda ser idéntico al del resto de los competidores. Así, las reducciones de capital de las que se beneficiarán las entidades de crédito que utilicen las metodologías avanzadas no deberían ser excesivas, y en todo momento han de ser acordes con las mejoras reales en términos de gestión del riesgo. De otro modo, se podría producir una situación en la que distintas categorías de entidades, expuestas al mismo nivel de riesgo, se vieran sometidas a distintos requisitos de capital por el mero hecho de utilizar metodologías diferentes en el contexto de Basilea II. Los supervisores bancarios deben utilizar los medios a su disposición (por ejemplo, el pilar 2) para garantizar que esta situa-

ción no se produzca, y que los requisitos de capital sean un reflejo fiel de los riesgos reales a los que se enfrentan las entidades de crédito.

## 2. La complejidad de Basilea II

Basilea II ha sido criticado en ocasiones por ser excesivamente gravoso, lo que se traduce en unos costes elevados que no se corresponden necesariamente con los beneficios que pretende aportar. Esta carga podría resultar mucho más difícil de sobrellevar para algunos tipos de entidades de crédito, que podrían encontrar mayores dificultades para cumplir con las nuevas normas. Estas entidades, en última instancia, podrían verse obligadas a revisar sus modelos de negocio, e incluso a fusionarse con otras entidades. Analizaremos a continuación este aspecto del nuevo marco.

En este apartado no se tratarán los problemas relacionados con la complejidad del primer pilar, ya que éste incluye distintas opciones para calcular los requisitos de capital. En efecto, las entidades que no deseen aventurarse con metodologías más avanzadas pueden optar por aplicar versiones más básicas de Basilea II.

### 2.1. Excesiva complejidad en la aplicación del segundo pilar de Basilea II

El segundo pilar es uno de los aspectos nuevos más importantes de Basilea II. Como ya se ha dicho anteriormente, el pilar 2 reconoce el hecho de que no solamente se deben controlar los riesgos mediante normas cuantitativas, sino también mediante procesos y metodologías apropiados.

Aunque no se han cuestionado la importancia y la relevancia del segundo pilar de Basilea II, su impacto concreto para las entidades pequeñas con un reducido grado de complejidad ha desatado numerosos debates. Dichos debates se centran esencialmente en la aplicación del primer principio definido en el segundo pilar (25), mediante el que se exige a las entidades de crédito que «cuenten con un proceso para evaluar la suficiencia de su capital total en función de su perfil de riesgo y con una estrategia para el mantenimiento de sus niveles de capital.» Las entidades bancarias más pequeñas han insistido en la importancia de aplicar las normas basadas en este principio (al igual que otras normas similares, que se incluyen en el segundo pilar) de forma que se reconozca el hecho de que su modelo de negocio, en general, es diferente del de sus competidores de mayor tamaño. Concretamente, las entidades más pequeñas se centran exclusivamente, la mayor parte del tiempo, en la banca minorista, actividad que suele generar menos riesgo que la banca de inversión,

o que, por lo menos, se debe supervisar de forma diferente. Además, las pequeñas entidades de crédito con una cartera minorista importante representan una amenaza sistémica inferior para el sistema financiero.

Para dar una solución a esta situación, la Directiva sobre Requisitos de Capital de la UE se refiere al principio de proporcionalidad como se define en el Tratado de la UE, observando que «la Directiva no excede de lo necesario para alcanzar (sus) objetivos» (26). El principio de proporcionalidad se aplica especialmente en el área del segundo pilar, ya que, en este contexto, la Directiva especifica que «las autoridades competentes establecerán la frecuencia e intensidad del estudio y la evaluación (...) teniendo en cuenta la magnitud, la importancia, índole, escala y complejidad sistémicas de las actividades de la entidad de crédito interesada, así como el principio de proporcionalidad» (27).

A partir de estas nociones, algo generales, que se definen en la Directiva, el CEBS ha desarrollado unas directrices relativas a la aplicación del segundo pilar en la UE (28), destinadas a «promover la convergencia de la práctica supervisora y un planteamiento coherente, teniendo en cuenta las tendencias del mercado y las prácticas nacionales, para conseguir un mercado sólido y eficiente». En sus directrices, el CEBS se refiere extensamente al principio de proporcionalidad, indicando que «éste quiere decir que las directrices dirigidas a las entidades y supervisores se aplicarán de forma proporcionada, reflejando la naturaleza, escala y complejidad de las actividades de las entidades». El CEBS no ha aportado una explicación más precisa de su visión en cuanto a la aplicación del principio de proporcionalidad, pero está previsto que lo haga en un futuro cercano.

## *2.2. Otros factores que pueden contribuir a crear un marco más gravoso para el sector bancario: las directrices desarrolladas por las autoridades competentes nacionales y europeas*

La aplicación del segundo pilar no es el único factor que puede contribuir a que la introducción de Basilea II cree un marco más costoso para el sector bancario. En la UE, cada vez existe mayor preocupación en relación con las directrices desarrolladas por el CEBS para facilitar la implementación de Basilea II, a las que a veces se tacha de excesivamente detalladas y preceptivas. Podrían mencionarse, por ejemplo, las directrices del CEBS acerca de la validación de modelos (29), con las que el sector bancario europeo ha sido, en general, bastante crítico (30). En casos como éste, el sector bancario ha solicitado que el objetivo de CEBS de implementar Basilea II en la UE de forma coordinada no debería perseguirse a costa de introducir unas normas excesivamente detalladas, preceptivas y one-

rosas que en la práctica se añadirían al ya de por sí complejo marco de Basilea II.

Este problema no es del interés exclusivo de las entidades de crédito de menor tamaño que desarrollan sus actividades a escala local. Estas entidades, sin embargo, a causa de su reducido tamaño, se verán más afectadas por los costes derivados de la introducción de nuevas directrices. Además, se debe recordar que el principal objetivo de las directrices desarrolladas por el CEBS es el de lograr la igualdad de condiciones en la UE para facilitar que las entidades de crédito puedan desarrollar sus operaciones en otros estados miembros de la Unión Europea. Aunque es probable que este objetivo beneficie a los bancos que operan a escala internacional, las entidades locales no se beneficiarían de esta política, ya que no tienen intención, en la mayor parte de los casos, de expandir su negocio fuera de sus fronteras. Por lo tanto, parece razonable afirmar que las directrices adoptadas por órganos como el CEBS se podrían traducir en unas cargas proporcionalmente mayores para las entidades de crédito más pequeñas.

## *2.3. Consecuencias de la complejidad del nuevo marco de Basilea II: la perspectiva de la AECA*

Sin lugar a dudas, Basilea II va a aumentar la complejidad del entorno en el que las entidades de crédito desarrollan sus operaciones. En este apartado, hemos ilustrado esta apreciación mediante dos ejemplos (el segundo pilar y las directrices desarrolladas por el CEBS), aunque, de hecho, podrían mencionarse otros aspectos del marco que van a suponer una carga adicional para las entidades de crédito, como el tercer pilar de Basilea II, que obliga a las entidades a divulgar información referente a sus riesgos.

La introducción de todas estas nuevas normas podría crear más problemas a algunas categorías de participantes en el mercado. En concreto, las entidades de crédito pequeñas parecen estar más expuestas, ya que los medios que tienen a su disposición para cumplir con las nuevas disposiciones son más limitados. Esta situación plantea algunos interrogantes, ya que la finalidad de la legislación no debería ser favorecer a un tipo de modelo de negocio por encima de otros. Estas cuestiones han sido tratadas por legisladores y supervisores a lo largo del proceso de adopción de Basilea II, como lo demuestra la introducción de cláusulas de salvaguarda en el texto. Estas cuestiones tendrán que seguir siendo consideradas, además, de manera continuada durante la fase de implementación.

La AECA está convencida de que una forma de solucionar los posibles problemas que puede crear la introducción de un marco complejo, como es el de Basilea II,

es aplicar estrictamente el principio de proporcionalidad, tal como lo define la Directiva sobre Requisitos de Capital. Según este principio, la supervisión prudencial debe ser una función del nivel de riesgo que representa una entidad de crédito, de su grado de complejidad y de su modelo de negocio. En otras palabras, las normas de Basilea II y las directrices que se desarrollarán a escala europea y nacional para aplicarlas, tendrían que basarse en el principio de «para un mismo modelo de negocio, y un mismo nivel de riesgo, las mismas normas» («*same business, same risks, same rules*»). Esto quiere decir que las autoridades competentes deberían aplicar las reglas de manera coherente, proponiendo un tratamiento distinto para una entidad de crédito únicamente en el caso de que su distinto nivel de riesgo así lo justifique.

La AECA cree además que las autoridades supervisoras europeas y nacionales deberían proponer únicamente aquellas directrices que sean absolutamente necesarias. Del mismo modo, las directrices desarrolladas a escala europea y nacional no deberían ser demasiado preceptivas. Así, las entidades de crédito deberían disponer de un grado de libertad suficiente que les permita desarrollar sus operaciones de la forma que consideren apropiada, en conformidad con las normas prescritas. La supervisión prudencial no debería convertirse en una actividad en la que el papel de las autoridades competentes se limite a comprobar mecánicamente que las entidades supervisadas cumplen con una lista de requisitos.

A modo de conclusión, sería conveniente resaltar el trabajo que se ha llevado a cabo a lo largo del proceso de adopción de Basilea II para hacer posible que todas las entidades cumplan con el nuevo marco, independientemente de su tamaño o modelo de negocio. Sin embargo, la auténtica «prueba de fuego» sólo se producirá en los meses y años próximos, cuando entidades de crédito y supervisores tengan que trabajar en el nuevo entorno. Será entonces cuando habrá que exigir un esfuerzo añadido a los supervisores para que apliquen el principio de proporcionalidad de manera estricta y se abstengan de introducir directrices demasiado preceptivas y detalladas. En caso contrario, numerosas entidades de crédito tendrán serias dificultades para cumplir con el nuevo marco regulador. Este aspecto de Basilea II deberá, por tanto, ser seguido con atención en los próximos años.

### **3. Posibles distorsiones en la competencia derivadas de la arquitectura de supervisión de la UE**

Con la adopción de la CRD se ha abierto un debate en el seno de la UE acerca de la organización de la supervisión prudencial del sector bancario, en particular en lo que se refiere a las entidades de crédito con

actividades en varios estados miembros. Muchos representantes del sector, incluida la Agrupación Europea de Cajas de Ahorros, han manifestado en este contexto su preocupación por el hecho de que la introducción de importantes cambios en el actual marco de supervisión podría derivar en una distorsión de la competencia entre las entidades de crédito activas a escala internacional y las entidades nacionales. Los principales aspectos de este debate se resumen en este apartado.

#### **3.1. Marco de supervisión del sector bancario en la UE previo a la introducción de la CRD: el principio de la «supervisión del país de origen»; distinción entre sucursales y filiales; el papel limitado del supervisor de consolidación**

La supervisión prudencial de las entidades de crédito en la UE se basa, desde la segunda directiva bancaria de 1989 (31), en el principio de la «supervisión del país de origen». Según este principio, una entidad de crédito que desarrolle sus actividades en varios estados miembros, es supervisada por la autoridad competente del estado miembro al que pertenece, definido como aquel en el que dicha entidad obtuvo su autorización para iniciar sus actividades. Con base en este principio, y en el pasaporte único europeo, las entidades de crédito pueden operar en otros estados miembros, siendo supervisadas por el supervisor de su país de origen.

La aplicación de este principio comporta, no obstante, importantes excepciones y limitaciones, que dieron lugar a gran número de discusiones durante la adopción de la CRD.

— La principal limitación que existe a la aplicación del principio de la supervisión por parte del país de origen tiene que ver con su ámbito de aplicación: el principio se aplica cuando una entidad de crédito decide ampliar su negocio en otro estado miembro mediante la *prestación de servicios* o mediante la apertura de una nueva *sucursal* en dicho estado miembro, pero no cuando lo que decide abrir es una *filial*. Esta diferencia radica en el hecho de que, al contrario que una sucursal, una filial es una entidad que posee su propia estructura corporativa, y por ello tiene que ser supervisada por la autoridad competente del estado miembro en el que esté radicada, que por definición se convierte en el de origen de dicha entidad en particular.

— La segunda directiva bancaria incluía también excepciones a la aplicación del principio del país de origen. En concreto, en lo que respecta al área del *riesgo de liquidez*, la segunda directiva bancaria concedía la responsabilidad al supervisor del país de acogida, estipulando que «hasta una coordinación posterior, el esta-

do miembro de acogida seguirá encargándose, en colaboración con la autoridad competente del estado miembro de origen, de la supervisión de la liquidez de la sucursal de la entidad de crédito». En lo que respecta al *riesgo del mercado*, la Directiva indicaba que «la supervisión del riesgo de mercado debe ser objeto de una estrecha colaboración entre las autoridades competentes de los estados miembros de origen y de acogida». Por tanto, el principio de supervisión del país de origen se aplicaba plenamente sólo en relación con la supervisión del *riesgo crediticio*.

Según se ha indicado, el principio de supervisión del país de origen es de aplicación únicamente a las *sucursales* en el extranjero, excluyendo, por tanto, las *filiales* ubicadas en otros estados miembros. Sin embargo, la segunda directiva bancaria incluía un mecanismo según el cual una entidad de crédito o sociedad financiera de cartera que contase con filiales en varios estados miembros tenía que ser supervisada de forma consolidada. En concreto, la Directiva estipulaba que la autoridad competente del estado miembro en que estuviese situada la sede de dicha entidad, definida generalmente como «supervisor de consolidación», es la responsable de la supervisión del grupo de forma consolidada. Del mismo modo, la Directiva exigía que las autoridades competentes de todos los diferentes estados miembros en los que desarrollase sus actividades un grupo de tales características colaborasen estrechamente, sobre todo en el intercambio de información.

### 3.2. Principales cambios introducidos en el área de la supervisión: responsabilidades adicionales del supervisor de consolidación; cooperación reforzada entre los supervisores; convergencia de las prácticas; creación del CEBS

Durante el proceso de adopción de la CRD, algunas entidades de crédito activas en el panorama internacional hicieron un llamamiento a las instituciones europeas para cambiar de forma radical la organización de la supervisión bancaria dentro de la UE, especialmente en relación con las entidades que desempeñan sus actividades en varios estados miembros. Estas entidades pedían una estructura supervisora que se adaptara a sus actividades, cada vez más paneuropeas. Por eso, hicieron muchas propuestas para la creación de una nueva arquitectura supervisora en la UE, entre las que se incluía el establecimiento de un supervisor europeo único, la creación de un sistema de «dos niveles» para la supervisión de las entidades bancarias en la UE (32), o el establecimiento de un sistema de «supervisores principales» —*lead supervisor* (33).

Las instituciones europeas, sin embargo, han optado por no introducir cambios radicales en la estructura

supervisora de la UE, manteniendo así el funcionamiento vigente, y rechazando por tanto las propuestas para establecer un supervisor comunitario único, un sistema de dos niveles o un sistema de supervisores principales. Por otro lado, los órganos legisladores europeos han decidido adaptar la estructura supervisora actual para dar respuesta a algunas de las exigencias de las entidades de crédito activas a escala internacional. A continuación, presentaremos los cambios más significativos.

#### A) Principal cambio introducido por la CRD: ampliación de los poderes del supervisor de consolidación (artículo 129(2) de la CRD)

El cambio más importante que ha introducido la Directiva en relación con el área de supervisión es el ampliamente discutido artículo 129(2). Esta nueva disposición puede considerarse «revolucionaria» en cuanto a que, por primera vez, permite a la autoridad responsable de la supervisión de una entidad al nivel consolidado (el supervisor de consolidación) oponerse a la autoridad responsable de la supervisión de una filial localizada en el extranjero. El ámbito de aplicación de la disposición es, no obstante, limitado: se aplica exclusivamente al caso de la validación de los modelos avanzados aplicados por una entidad de crédito.

En términos más concretos, el artículo 129(2) estipula que cuando un grupo bancario presenta modelos avanzados para su validación, las diferentes autoridades competentes «colaborarán, en estrecha consulta, a fin de decidir si es o no oportuno conceder el permiso solicitado, y determinar las condiciones a las cuales, en su caso, deberá estar sujeto». La disposición también indica que «en un plazo no superior a seis meses, las autoridades competentes harán cuanto esté en su mano para alcanzar una decisión conjunta sobre la solicitud.» La importancia real del artículo 129(2) radica en la siguiente disposición: «en ausencia de una decisión conjunta entre las autoridades competentes en el plazo de seis meses, el [supervisor de consolidación] adoptará su propia decisión respecto a la solicitud» Este planteamiento es completamente nuevo, y en él se reconoce el hecho de que algunos grupos internacionales diseñan y aplican sus modelos internos de forma centralizada, para lo que se precisa una validación central de éstos.

Como ya se ha indicado con anterioridad, el ámbito de aplicación del artículo 129(2) está limitado al asunto de la validación de modelos (34), a pesar de las peticiones para ampliar el ámbito de aplicación de esta disposición a otras áreas de Basilea II; en concreto, al segundo y tercer pilar del marco. Sin embargo, las instituciones europeas rechazaron una extensión de las funciones del supervisor de consolidación de tales

características por el temor a que éste terminase acumulando demasiado poder. En su lugar, la Directiva contiene una «cláusula de revisión» que exige a la Comisión que, antes del 1 de enero de 2012, revise e informe acerca de la aplicación de una serie de disposiciones, incluido el artículo 129, y entregue un informe al Parlamento Europeo y al Consejo, junto con las propuestas pertinentes. En esta ocasión, podría sopesarse una posible ampliación (o reducción) de los poderes del supervisor de consolidación.

#### B) Cooperación reforzada entre las autoridades supervisoras nacionales

La CRD introduce también nuevas disposiciones referentes a la forma en que los grupos bancarios deben ser supervisados en Europa (como los artículos 130, 131 y 132), que demandan de las diferentes autoridades competentes una cooperación reforzada, consulta mutua y provisión recíproca de información en mucha mayor medida de la que lo estaban haciendo hasta ahora. Todas estas disposiciones persiguen el mismo objetivo de hacer más eficaz la supervisión de los grupos bancarios de la Unión Europea.

#### C) Convergencia de las prácticas supervisoras: divulgación obligatoria por parte de los supervisores, creación del CEBS

En la UE se ha adoptado en los últimos años una serie de medidas encaminadas a aumentar la convergencia de las prácticas de los 25 supervisores nacionales, con el fin de igualar las condiciones para todas las entidades en la UE. En concreto, hay que mencionar dos medidas principales en este contexto:

— Primero, la Directiva sobre Requisitos de Capital contiene una disposición (el artículo 144), que exige a las autoridades competentes que divulguen información relativa a una serie de aspectos, entre los que se incluyen las leyes y disposiciones reglamentarias adoptadas a escala nacional en el ámbito de la normativa prudencial (artículo 144(a)), el modo de ejercer las opciones y discreciones disponibles según la legislación comunitaria (144(b)), los criterios y metodologías generales empleados para el estudio y la evaluación de las entidades de crédito en el contexto del pilar 2 (144(c)) y los datos estadísticos sobre los aspectos fundamentales de la aplicación del marco prudencial (144(d)). Es importante subrayar que el principal objetivo de obligar a los supervisores nacionales a divulgar la información es facilitar las comparaciones y, como consecuencia, mejorar la convergencia de las prácticas y de la aplicación de Basilea II en la Unión Europea.

— Además, a principios de 2004, se estableció el CEBS (Comité de Supervisores Bancarios Europeos) como consecuencia de la ampliación del proceso Lamfalussy a las áreas de banca, seguros y gestión de activos (35). Dos objetivos fundamentales del CEBS son garantizar la aplicación coordinada de la CRD y aumentar la convergencia de las prácticas de supervisión en toda la Unión Europea.

#### D) Conclusión

La Directiva sobre Requisitos de Capital establece, en definitiva, un nuevo marco supervisor que coincide en muchos aspectos con el marco anterior, basándose en los mismos principios fundamentales. Cabe resaltar, sin embargo, que los cambios que se han introducido, si bien limitados en número, son importantes y deberían contribuir a mejorar la supervisión del sector bancario de la UE. También deberían contribuir a dar respuesta a la mayoría de las inquietudes expresadas por las entidades bancarias que desarrollan sus actividades a escala europea.

#### 3.3. ¿Qué marco supervisor en el futuro?

##### *¿Cuáles son los riesgos en cuanto a la distorsión de la competencia? La perspectiva de la AECA*

El debate sobre una revisión de las normas que se aplican a la supervisión de las entidades de crédito en la Unión Europea ha sido desencadenado, en gran parte, por un grupo de instituciones financieras paneuropeas. Su principal exigencia era (en el momento de la aprobación de la CRD), y sigue siendo hoy en día, la modificación de la estructura de supervisión de la UE, para poder desarrollar más fácilmente sus actividades de forma centralizada. Cabe señalar, sin embargo, que cualquier cambio que se introduzca en la organización de la supervisión bancaria no afectaría únicamente a las entidades bancarias más grandes, activas a escala internacional. Esto explica toda la atención que se le ha prestado a este tema desde la esfera política de la Unión Europea.

Fundamentalmente, son dos los tipos de inquietudes que se han expresado en relación con la introducción de modificaciones en el área de la supervisión prudencial. Por un lado, las autoridades competentes de países en los que el sector bancario está dominado por entidades de crédito de propiedad extranjera han expresado su preocupación por la posibilidad de perder parte de su poder en materia de supervisión, manteniendo al mismo tiempo su responsabilidad en caso de que alguna entidad local afrontara un problema grave. Por otro lado, un número de pequeñas y medianas entidades de crédito, incluidas las representadas por la AECA, han indi-

cado que los cambios propuestos por algunas entidades, activas a escala internacional, podrían generar distorsiones de la competencia.

A) Primer aspecto a considerar: el papel del supervisor local

De la primera de estas inquietudes se han hecho eco, principalmente, las autoridades competentes de los nuevos estados miembros de la Unión Europea, ya que su sector bancario se caracteriza por la presencia de un elevado porcentaje de entidades extranjeras (36). Para estos países, las responsabilidades de una autoridad competente con respecto a la supervisión de una entidad deberían ser acordes con sus obligaciones en caso de que la entidad supervisada tenga problemas graves. Dentro del marco actual, se produce esta conexión, ya que el país en el que está ubicada la filial de una entidad extranjera es responsable de supervisar dicha entidad, y dicho país es también el que tendría que intervenir en caso de que la entidad tuviese problemas graves (37). Un cambio radical del marco actual de supervisión alteraría el panorama. Por ejemplo, si se desplazase por completo la responsabilidad de supervisar una filial ubicada en el extranjero al supervisor de consolidación, el país donde estuviese radicada la filial perdería sus funciones de supervisor, mientras que mantendría sus obligaciones en lo que respecta a la gestión de crisis. Es comprensible que los países que cuentan con una fuerte presencia de entidades de propiedad extranjera se opongan a un cambio de tales características sin que vaya acompañado de cambios en cuanto a la gestión de crisis.

Esto explica, en efecto, por qué el debate en torno a la supervisión prudencial en la UE guarda una estrecha relación con otros aspectos, tales como las normas por las que se rige la gestión de crisis en el sector bancario o las cuestiones del prestamista de última instancia y de la garantía de los depósitos. Las instituciones comunitarias, y en especial la Comisión Europea, han reconocido la estrecha relación que existe entre estos temas, y han manifestado su intención de proponer medidas globales en este ámbito en los próximos años (38).

Estas cuestiones no entran directamente dentro del campo de estudio de este artículo, y por tanto no procede tratarlas con más detalle. Lo que se pretende demostrar en este epígrafe es que la forma en la que se supervisa a las entidades bancarias en la UE no solo tiene repercusiones para las entidades de crédito, sino que afecta igualmente a los supervisores nacionales. Es por tanto lógico que éstos, al igual que las entidades de crédito, tengan sus propias exigencias en cuanto a la arquitectura supervisora en la Unión Europea.

B) Segundo aspecto a considerar: riesgo de distorsiones competitivas

Un segundo aspecto a considerar, mencionado por la AECA y otros representantes de pequeñas y medianas entidades de crédito, hace referencia a posibles distorsiones de la competencia que podrían provocar ciertos cambios en el marco supervisor europeo.

El riesgo de distorsión en la competencia se deriva de dos hechos fundamentalmente: primero, todavía existen divergencias importantes en materia de supervisión entre las autoridades competentes de los diferentes estados miembros de la UE, y segundo, los mercados bancarios europeos siguen siendo predominantemente nacionales. En este contexto, modificar la distribución de las responsabilidades entre el supervisor del país de origen y los supervisores locales sometería, con toda probabilidad, a las entidades que compiten en un mismo mercado a distintas reglas y principios.

Para ilustrar el riesgo de distorsiones en la competencia, podemos referirnos a la propuesta realizada por algunas entidades de crédito de ampliar las facultades del supervisor de consolidación, según se define en el artículo 129(2) de la CRD, de forma que abarcara también el segundo pilar de Basilea II (39). Según esta propuesta, el supervisor de consolidación de una entidad de crédito sería el principal supervisor de las filiales extranjeras de dicha entidad, incluyendo los asuntos referentes al pilar 2. En otras palabras, el supervisor de consolidación tendría, por ejemplo, la libertad de imponer capital complementario (en virtud del pilar 2) a las filiales en el extranjero, si lo considerase apropiado.

El problema está, no obstante, en que una filial extranjera puede ser considerada como una entidad de crédito del país en el que está ubicada, y que compite, por tanto, con otras entidades locales según las condiciones de mercado local. Así pues, la decisión de si una filial extranjera necesitaría tener capital complementario en virtud del pilar 2 debería basarse, principalmente, en las condiciones del mercado local y, por tanto, dicha decisión debería ser adoptada por el supervisor local basándose en su conocimiento del mercado local. El supervisor local se encuentra en una mejor posición para evaluar, por ejemplo, si hace falta capital complementario para cubrir los riesgos referentes a la situación del crédito hipotecario de un país en particular, cuestión que forma parte del pilar 2.

El riesgo de posibles distorsiones en la competencia se deriva del hecho de que las prácticas de los supervisores nacionales siguen siendo muy diferentes en la actualidad. En este sentido, en la Unión Europea está generalmente aceptado que, si bien algunas autoridades competentes son muy estrictas, otras tienen unas nor-

mas más flexibles en materia de supervisión. Por esta razón, el hecho de que entidades de crédito activas en un mismo mercado estén supervisadas por distintas autoridades competentes, en áreas como, por ejemplo, el segundo pilar, llevaría consigo el riesgo implícito de que algunas de ellas se viesan sometidas a unas exigencias más estrictas en virtud de la aplicación del segundo pilar (por ejemplo, las entidades locales, supervisadas por el supervisor local), mientras que otras entidades podrían verse sometidas a requisitos menos exigentes (por ejemplo, las filiales de los bancos extranjeros, supervisados por su «supervisor de consolidación»).

Ante esta situación, las cajas de ahorros europeas, representadas por la AECA, consideran necesario aumentar el nivel de convergencia de las prácticas de los supervisores nacionales antes de modificar la estructura supervisora de la UE. En el momento actual, el ámbito de las prácticas supervisoras es demasiado amplio para permitir que las entidades de crédito que compiten en un mismo mercado sean supervisadas por autoridades diferentes.

#### **V. EL IMPACTO DE BASILEA II PARA LA INTEGRACIÓN Y CONSOLIDACIÓN BANCARIA: PRINCIPALES CONCLUSIONES Y ASPECTOS A CONSIDERAR EN EL FUTURO**

En este artículo, hemos analizado una serie de aspectos del nuevo marco de Basilea II que podrían influir en el proceso de integración del sector bancario de la UE. En concreto, nos hemos centrado en tres factores: la coexistencia de diferentes metodologías para calcular los requisitos mínimos de capital, la carga que suponen las nuevas reglas y la estructura del marco de supervisión de la Unión Europea.

Los legisladores a escala mundial, europea y nacional han demostrado ser conscientes de las posibles distorsiones y de los problemas específicos que podrían acarrear estos tres factores. De hecho, durante los seis años que ha durado la elaboración del marco se han introducido cambios en los sucesivos borradores de Basilea II y en las versiones europeas del texto para dar respuesta a los problemas surgidos, como hemos comentado a lo largo de este artículo. Podrían citarse las siguientes medidas, a título ilustrativo:

— Basilea II consiste en un menú de opciones, que van desde las metodologías estandarizadas a las avanzadas. El objetivo es hacer posible que todas las entidades puedan cumplir con el marco. En el ámbito europeo, la CRD ha seguido el planteamiento previsto en Basilea II, llegando incluso a ampliarlo introduciendo conceptos importantes, como es el «uso parcial permanente»; «uso parcial permanente» significa que una

entidad de crédito puede aplicar el método IRB para el riesgo crediticio (en general) aunque para algunas carteras decida aplicar el método estándar (40). Con esta medida, se pretende facilitar a las entidades más pequeñas la aplicación del método IRB.

— Basilea II prevé un tratamiento comparativamente más favorable para las carteras minoristas, que representan un tipo de posición que suele ser importante para las entidades de menor tamaño.

— En la CRD, se introdujo el principio de proporcionalidad, para evitar que los requisitos sean excesivos y garantizar su adecuación a los riesgos reales afrontados.

— En la UE, se han modificado ciertos aspectos del marco supervisor con el propósito de dar respuesta a las exigencias de las diferentes partes implicadas, es decir supervisores locales, entidades activas a escala internacional y entidades locales.

La AECA considera que los cambios aquí señalados y otros similares, introducidos durante el proceso para garantizar la igualdad de condiciones, son apropiados. La introducción de estas mejoras hace posible que Basilea II no genere distorsiones indebidas en el mercado. Por lo tanto, Basilea II debería ser neutral en lo que respecta a los modelos de negocio de las distintas entidades de crédito, evitando favorecer a un cierto tipo de entidades. Basándonos en esto, podemos concluir que Basilea II no debería ser el detonante de una oleada de fusiones y adquisiciones en el sector bancario.

Hay que reconocer, sin embargo, que nos encontramos en una fase muy preliminar en la implementación de Basilea II, y que, por tanto, no es posible tener una idea precisa de sus repercusiones. Por este motivo, las distintas partes implicadas, como el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, la Comisión Europea, el CEBS y los supervisores nacionales deben mantenerse alerta y seguir trabajando por impedir que la aplicación de Basilea II tenga consecuencias no deseadas.

A corto plazo, parece claro que la articulación del marco captará gran parte de la atención de los supervisores. En este contexto, cabe subrayar que, a pesar de que es adecuado proporcionar incentivos (en forma de reducciones de capital) a las entidades que gestionan mejor sus riesgos, las reducciones de capital previstas no deberían ser excesivas. En cualquier caso, dichas reducciones deberían ser acordes a las mejoras reales experimentadas en la gestión del riesgo. Los requisitos de capital impuestos a las entidades de crédito deberían ser un fiel reflejo de los riesgos reales a los que se enfrentan.



A medio y largo plazo, serán necesarios los esfuerzos de los reguladores y supervisores europeos y nacionales para limitar la carga resultante de la introducción del nuevo marco sobre requisitos de capital. En este sentido, cabe recordar que sobre todo las entidades de crédito más pequeñas consideran cada vez más difícil cumplir con la nueva reglamentación en esta área. La AECA considera, por tanto, especialmente importante aplicar cuidadosamente el principio de proporcionalidad.

Por último, en lo que respecta al futuro del marco de la supervisión en la UE, las instituciones europeas deberían seguir el camino abierto por la Comisión Europea en su *Libro Blanco*, en el que se sientan las bases para la política de la UE en materia de servicios financieros para los años 2005-2010. Mejorar la cooperación entre las autoridades nacionales competentes desde un punto de vista práctico e incrementar la convergencia de las prácticas en materia de supervisión son, todos ellos, pasos que pueden y deben darse en los próximos años, y en los cuales el CEBS desempeñará un papel muy importante. Por el contrario, no deberían llevarse a cabo cambios radicales en cuanto a la distribución de responsabilidades entre los supervisores nacionales, a no ser que se demuestre que dichos cambios son apropiados, se conozcan sus posibles efectos colaterales y se garantice que éstos se encuentran bajo control.

## NOTAS

(1) *Convergencia internacional de medidas y normas de capital*, COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA, julio de 1988.

(2) *Enmienda al acuerdo de capital para incorporar riesgos de mercado*, COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA, 1996.

(3) Los miembros del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea son Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Luxemburgo, Holanda, España, Suecia, Suiza, el Reino Unido y Estados Unidos.

(4) El marco actual sobre requisitos de capital de la UE se basa en las siguientes directivas: la Directiva sobre Fondos Propios [89/299/EEC], en la que se describe la calidad y composición del capital requerido; la Directiva sobre el Coeficiente de Solvencia [89/647/EEC], en la que se establecen los requisitos de capital para hacer frente al riesgo crediticio, y las directivas sobre Adecuación de Capital [93/6/EEC] y [98/31/EC], referentes a los riesgos de mercado. En el año 2000, la Directiva sobre Fondos Propios y la Directiva sobre el Coeficiente de Solvencia se consolidaron con otras directivas del área bancaria para constituir la Directiva Bancaria Consolidada (Directiva [2000/12/EC] relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio).

(5) Es preciso observar, no obstante, que, tras la publicación de Basilea II en junio de 2004, el Comité de Basilea aprobó, en junio de 2005, algunas modificaciones importantes al riesgo de mercado, referentes a las actividades de negociación y al tratamiento del doble incumplimiento (*The Application of Basel II to Trading Activities and the Treatment of Double Default Effects*, COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA, julio de 2005).

(6) En realidad, Basilea II se integrará dentro del marco legislativo de la UE, al introducirse las modificaciones necesarias en dos directivas actuales: 1) la Directiva 2000/12/EC, relativa al acceso a la actividad

de las entidades de crédito y a su ejercicio (que sólo se aplica a entidades de crédito), y 2) la Directiva 93/6/EEC sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (aplicable a entidades de crédito y empresas de inversión).

(7) Directiva 2006/48/CE, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición), y Directiva 2006/49/CE, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición).

(8) *Segundo documento de consulta sobre la revisión del capital regulador de las entidades de crédito y empresas de inversión*, COMISIÓN EUROPEA, 2001.

(9) *Revisión de los requisitos de capital para entidades bancarias y empresas de inversión*, tercer documento de consulta de los servicios de la Comisión, del 1 de julio de 2003.

(10) Audiencia pública organizada por el Comité sobre Servicios Financieros del Congreso estadounidense el 27 de febrero de 2003.

(11) *Advanced notice of proposed rulemaking on the implementation of the new Basel Capital Accord*, 4 de agosto de 2003. En el proceso legislativo norteamericano, la publicación de una ANPR es previa a la publicación de la «Notificación de propuesta legislativa (NPR)». Los dos documentos están abiertos a consulta. La publicación de la NPR es el último paso antes de la aprobación del documento legal.

(12) Los cuatro órganos supervisores implicados en la implementación de Basilea II en EE.UU. son: Office of the Comptroller of the Currency (OCC), Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) y Office of Thrift Supervision (OTS).

(13) Un buen ejemplo ilustrativo de las preocupaciones de las pequeñas entidades de crédito se observa en la respuesta de la Asociación de Bancos Comunitarios de EE.UU. (America's Community Bankers, ACB) de noviembre 2003. La ACB expresó su «preocupación acerca del potencial del Nuevo Acuerdo de crear desigualdades competitivas, ya que únicamente las instituciones financieras más grandes tendrán la capacidad de adoptar un marco de capitales más sensible al riesgo en virtud de la propuesta».

(14) *Propuestas de revisión del Acuerdo de Basilea sobre Capitales (Basilea I) de 1988*, 6 de octubre de 2005.

(15) Estos suelos se calculan a partir de los requisitos de capital de Basilea I. El texto elaborado por el Comité de Basilea prevé que durante los dos primeros años de aplicación de Basilea II (2007 y 2008), los requisitos de capital no sean inferiores al 90 y el 80 por 100 de los impuestos por Basilea I. Tanto la UE como EE.UU. han decidido respetar la sugerencia de imponer mínimos, decidiendo, no obstante, la aplicación de mínimos diferentes a los propuestos por el Comité de Basilea.

(16) Los primeros resultados del QIS 4 fueron presentados por las autoridades supervisoras americanas con ocasión de una audiencia pública celebrada en el Congreso de EE.UU. el 11 de mayo de 2005.

(17) Este documento se puede encontrar en el sitio web de las agencias reguladoras de EE.UU., por ejemplo, en la siguiente dirección: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/bcreg/2006/20060224/attachment.pdf>.

(18) Los resultados del quinto estudio de impacto cuantitativo (QIS 5), publicado el 16 de junio de 2006, se encuentran en el siguiente sitio web: (<http://www.bis.org/bcbs/qis/qis5results.pdf>).

(19) El CEBS (Comité de Supervisores Bancarios Europeos) es un comité que agrupa a los supervisores nacionales de los países de la UE y de algunos países en fase de adhesión (Bulgaria y Rumania). Los países del Área Económica Europea (EEA) tienen categoría de observadores. El CEBS publicó el 16 de junio de 2006 un resumen de los resultados del QIS 5 en Europa. El informe se encuentra disponible en su sitio web: (<http://www.c-eps.org/documents/QIS5.pdf>).

(20) Veinte países de los treinta que pertenecen al «grupo CEBS» aportaron datos para el QIS 5: dieciocho países de la UE (Bélgica, Chipre, la República Checa, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Malta, Holanda, Polonia, Portugal, España, Suecia y Gran Bretaña), un país en fase de adhesión (Bulgaria) y un país del EEA (Noruega).

(21) Los «otros países no miembros del G10» que participaron en el QIS 5 son Australia, Bahrein, Brasil, Chile, India, Indonesia, Perú y Singapur.

(22) Algunos de las entidades bancarias que participaron en el ejercicio aportaron datos calculados a partir de diferentes métodos: estándar, IRB básico e IRB avanzado. Los descensos del 6,8 y el 11,3 por 100 mencionados aquí son los calculados a partir del método que las entidades que han participado en el QIS 5 tienen más probabilidad de adoptar.

(23) Debería destacarse el hecho de que los países no miembros del G10 representan una muestra mucho menor. El Comité de Basilea indicó que la importante dispersión observada para estos países se debe, en gran parte, al modelo de negocio especializado de determinadas entidades bancarias y a las particularidades nacionales de la implementación de Basilea II. El Comité de Basilea observó también que los resultados correspondientes a los países no miembros del G10 parecen estar muy en consonancia con los de las entidades del G10 para perfiles de riesgo similares.

(24) *Will the Proposed Application of Basel II in the United States Encourage Increased Bank Merger Activity? Evidence from Past Merger Activity*, TIMOTHY H. HANNAN y STEVEN J. PILLOFF, 18 de febrero de 2004.

(25) El segundo pilar, según lo define el Comité de Basilea, consta de cuatro principios fundamentales, dirigidos tanto a las entidades bancarias como a los supervisores. Estos principios se describen en el marco de Basilea II a partir del párrafo 725.

(26) Considerando 8 de la Directiva sobre Requisitos de Capital.

(27) Artículo 124(4) de la Directiva sobre Requisitos de Capital.

(28) *Directrices generales del CEBS sobre la aplicación del examen supervisor, según el Pilar 2*, 25 de enero de 2006.

(29) *Directrices del CEBS sobre implementación, validación y valoración de los métodos de medición avanzada (AMA) y basados en las calificaciones internas (IRB)*, CEBS, 4 de abril de 2006.

(30) Pueden citarse, a título ilustrativo, las respuestas del EBIC (Comité del Sector Bancario Europeo), órgano que representa al sector bancario europeo, al CEBS. Estas respuestas del EBIC se encuentran en su sitio web ([www.eubic.org](http://www.eubic.org)).

(31) Segunda Directiva 89/646/CEE, del Consejo, de 15 de diciembre de 1989, 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, y por la que se modifica la Directiva 77/780/CEE. En 2000, esta Directiva ha sido incluida dentro de la «directiva bancaria consolidada».

(32) En un sistema de dos niveles, generalmente, se distingue entre las entidades bancarias activas a escala internacional y las que operan a escala local. Las grandes entidades serían supervisadas por un órgano o estructura específico de la UE, mientras que las locales seguirían bajo la estructura actual de supervisión.

(33) En este escenario, a cada entidad bancaria con actividades paneuropeas se le asigna un supervisor principal, que es, por regla general, la autoridad competente del estado miembro en el que se sitúa su sede. El supervisor principal asumiría, por tanto, todas las responsabilidades en cuanto a la supervisión de dicha entidad.

(34) Para ser más precisos, el ámbito de aplicación de este artículo se limita al artículo 84(1), referente al IRB avanzado, al artículo 87(9), referente a las estimaciones propias de LGD, al artículo 105, referente al uso de los métodos de medición avanzada para el riesgo operativo y al anexo III, parte 6, referente al uso del método de los modelos internos, en el contexto de la gestión del riesgo crediticio de contrapartida en el caso de algunos instrumentos financieros.

(35) El proceso Lamfalussy es un nuevo proceso legislador de cuatro niveles, que se creó con el objetivo de mejorar la calidad de la legislación de la UE. Concebido en un principio para el área de valores, desde 2003 se aplica también en las áreas de banca, gestión de activos y seguros.

(36) El porcentaje de activos de propiedad extranjera, en comparación con el total de activos es alto, y sigue creciendo, en la mayoría de los nuevos estados miembros de la UE. A título ilustrativo, este porcentaje era en 2003 superior al 95 por 100 en la República Checa, Estonia, Lituania y Eslovaquia (fuente: informe del BCE sobre estructuras bancarias en los nuevos estados miembros, enero de 2005).

(37) La misma conexión existe también en el caso de sucursales extranjeras, ya que, en este caso, la autoridad competente responsable de la supervisión de la entidad es la autoridad del país de origen; el país de origen es también el responsable en el caso de que la sucursal tuviese dificultades.

(38) *White Paper on Financial Services Policy (2005-2010)*, COMISIÓN EUROPEA, diciembre de 2005.

(39) Esta opinión fue defendida, por ejemplo, por el Sr. Herman Mulder, representando a la Federación Europea de la Banca (FBE), con ocasión de una audiencia pública que organizó el Parlamento Europeo el 22 de noviembre de 2004 sobre Basilea II.

(40) Los casos en los que se puede aplicar el «uso parcial» figuran en una lista en el artículo 89 de la Directiva sobre Requisitos de Capital. El «uso parcial» está condicionado a la autorización por parte de las autoridades competentes.



# Modelo para la integración de las centrales depositarias de valores en la Unión Europea: El modelo *E-ASSET*

Ana María Calvache Martínez

## I. INTRODUCCIÓN

El origen de las centrales depositarias de valores (CDV) en los países más desarrollados de Europa se remonta a los años ochenta y noventa, como consecuencia del auge de una nueva forma de representación para los valores: «la anotación en cuenta» (1). Se planteaba por entonces la necesidad de contar con algún tipo de sistema informático donde contabilizar de forma centralizada la tenencia y transferencia de los valores así representados. Con esta finalidad surgen las centrales depositarias de valores (CDV), instituciones que además de llevar a cabo la centralización del registro contable, de la custodia y liquidación de valores, se encargan hoy de la prestación a emisores e inversores de una serie de servicios de post-negociación: la comparación o conciliación, la compensación, el neteo, el servicio de activos y la gestión del colateral.

En los años ochenta y noventa, en la Unión Europea (UE) el nivel de negociación transfronteriza con valores era bastante escaso, lo que explica que en un principio las CDV se diseñaran para atender casi exclusivamente las necesidades de sus respectivos mercados nacionales y de unos inversores con carteras compuestas mayoritariamente por valores domésticos. Además, tradicionalmente, las CDV han venido disfrutando en sus respectivos mercados de cierta posición monopolística, amparada, por un lado, por las características del propio sector (p.e., se exigen altos costes de establecimiento) y, a veces, por las prácticas del mercado y/o por la propia legislación nacional. La creación durante aquellos primeros años en la UE de numerosas CDV, con distintos rasgos y características en cada Estado miembro, sometidas a distintas regulaciones y con escasa interrelación entre ellas, desembocó en un problema que está resultando muy perjudicial para Europa: «*la fragmentación de la industria de post-negociación*».

Con el aumento exponencial de negociación transfronteriza desde finales de los noventa, la fragmentación de la industria de post-negociación en la UE se manifestó en la incapacidad del sector para atender de forma eficiente y segura a unos inversores con pretensión de constituir carteras de valores internacionales. Estos inversores se vieron obligados a recurrir a los servicios prestados por otros intermediarios e instituciones: los custodios (globales y locales) y las centrales depositarias de valores internacionales (CDVI). Con este mayor número de intermediarios implicados en la cadena, el proceso de post-negociación transfronteriza se complica, se alarga y, como el lógico, se encarece (2). Aún hoy el problema continúa vigente, y así, mientras las actividades de compensación y liquidación puramente nacionales se llevan a cabo con unos costes y seguridad razonables, los mecanismos transfronterizos son complejos y fragmentarios, implicando unos costes, riesgos e ineficacias mucho más elevados. Como consecuencia de ello, el sector de la post-negociación en Europa no resulta competitivo frente al exterior.

Factores como la globalización de los mercados, la internacionalización de la actividad e intermediarios financieros, el avance de la tecnología y la introducción del euro han cambiado notablemente el entorno sobre el que las CDV han venido ejerciendo su actividad. Ante la situación de mayor competencia generada por estos nuevos acontecimientos, los distintos estados miembros se han visto en la necesidad de racionalizar sus infraestructuras de post-negociación y aprovechar en mayor medida las economías de escala y de alcance, y las externalidades de red latentes en el sector. La primera reacción fue fusionar las distintas CDV nacionales operativas en el país (consolidación horizontal doméstica). Como resultado de la fusión, se esperaba disponer de una CDV nacional con mayor tamaño y fuerza para competir. En la mayor parte de los casos lo que ocurrió

es que las CDV para los valores públicos, que se encontraban ubicadas en los bancos centrales nacionales, se privatizaron y pasaron a fusionarse con las CDV privadas operantes en el país. Este fue el caso por ejemplo de Francia, donde en 1998, la CDV localizada en el banco central (SATURNE) fue cerrada y sus funciones fueron trasladadas a la otra CDV operativa en aquellos años: SICOVAM (hoy Euroclear France). En España, en el 2003, la CDV de valores públicos (CADE), que estaba localizada en el Banco de España, y se fusionó con la CDV privada —el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores SCLV (3)—, constituyendo el depositario único privado Iberclear (4). Hay que señalar que el éxito de estas fusiones ha sido cuestionable, pues en general han tenido un mayor impacto en la propiedad, gobierno y gestión de la entidad que en el ámbito operativo y en el número de CDV activas (5). Por otro lado, en algunos entornos se cuestiona la idoneidad desde el punto de vista de la estabilidad financiera de desligar totalmente a las CDV de valores públicos del entorno de los bancos centrales. En algunos estados miembros, como Alemania, Italia y España, se han protagonizado también episodios de integración vertical entre sus infraestructuras nacionales. Esto es, las bolsas de valores han establecido una relación de control o dominio sobre las CDV nacionales, configurándose unas estructuras conocidas con el nombre de «silos» (6).

Si bien la integración de las infraestructuras nacionales está bastante avanzada, el gran desafío se encuentra en la integración de las CDV de distintos estados miembros. El éxito de un modelo para la integración del sector en Europa requerirá el acuerdo y la aceptación por la gran mayoría de las CDV europeas de una estructura concreta y su firme compromiso de invertir en ella. Hasta el momento, se han realizado distintas propuestas. Así son de destacar el modelo de euroenlaces de la ECSDA, o también llamado modelo espagueti, con enlaces bilaterales entre cada par de centrales depositarias (7); el modelo de ejes y centro propuesto por Euroclear (Euroclear, 1999) (8); el modelo de integración vertical o modelo de silos, el modelo CSSI (*Central Securities Settlement Institution*), que surgió en 2002 apoyado por Inglaterra, Italia, España, Suiza y Estados Unidos, y los modelos basados en la integración horizontal, como el propuesto por el Foro Europeo de Valores (*Hourglass Model*) (9) o la propuesta de la Bolsa de Londres en el 2001 (Cruickshank, 2001) de crear una única CDV para Europa, y la propuesta actual del Grupo Euroclear de crear una plataforma única para las CDV del Grupo.

La Comisión Europea ha manifestado en varias ocasiones su confianza en que, «en principio», el sector privado es el mejor posicionado para determinar la estructura o modelo definitivo para la integración de la industria de post-negociación. A pesar de esta confianza de la

autoridad comunitaria y del amplio abanico de propuestas realizadas para la UE, la realidad es que ninguna de ellas ha contado con el suficiente grado de apoyo para imponerse en el contexto europeo, y el modelo continúa siendo una incógnita. Las divergencias se encuentran en el modelo a seguir, en los actores de dicho modelo y en los servicios que estos puedan ofrecer (Narváez, 2005).

En la práctica, las diferentes posiciones estratégicas de las instituciones frente al proceso, la falta de coordinación entre ellas, la ausencia de transparencia, las políticas proteccionistas nacionalistas y la falta de incentivos para movilizar a buena parte de la industria, entre otras razones, explican los pequeños progresos conseguidos por el momento y nos alertan de la existencia de un posible «fallo» en el sector privado para alcanzar este objetivo. El sector privado se muestra incapaz de adoptar una respuesta coordinada que cumpla simultáneamente las condiciones de eficiencia y seguridad.

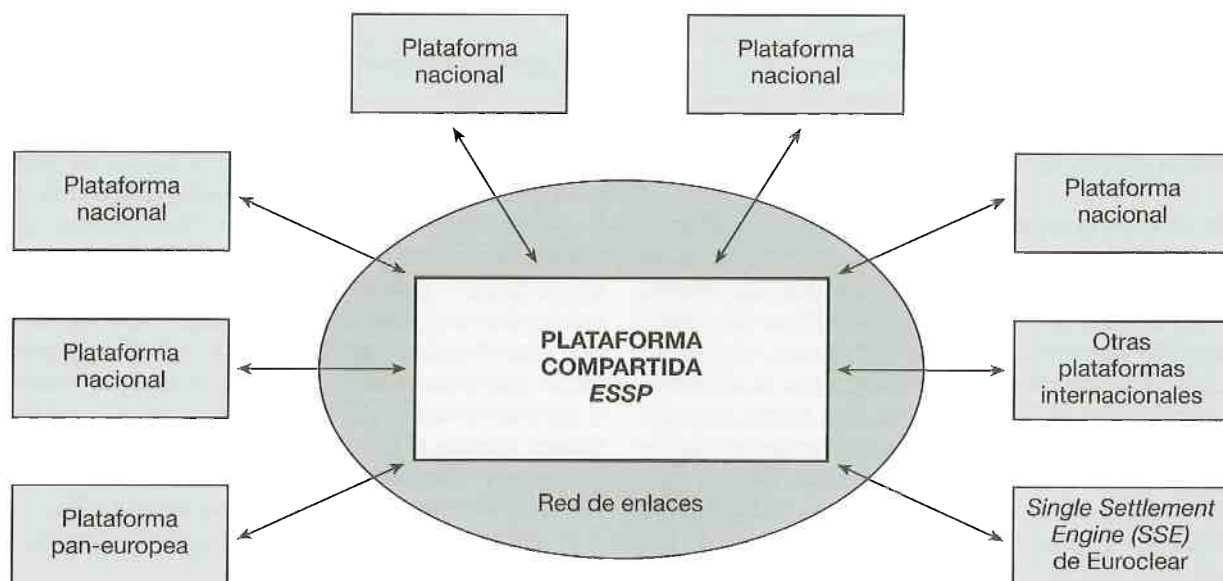
Es el momento de que se tomen medidas más eficaces y contundentes por parte de las autoridades públicas relevantes. La solución al problema de la fragmentación en la UE debe venir por dos caminos: mediante la eliminación de las barreras identificadas en el informe Giovannini (10), y avanzando en el establecimiento paralelo de una regulación armonizada (por medio de una directiva comunitaria) y de un modelo pan-europeo definitivo para la integración de las centrales depositarias de valores (CDV) en la UE. Este artículo tiene como objetivo proponer el modelo pan-europeo que se considera idóneo para industria de post-negociación en Europa, y se invita a la Comisión Europea y al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) a que, mediante los medios a su alcance (persuasión moral y presión normativa), promueva su establecimiento.

## II. CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL MODELO DE INTEGRACIÓN PARA LAS CDV EN LA UNIÓN EUROPEA

### 1. Estructura descentralizada de plataformas múltiples

En este artículo se propone al modelo llamado *E-ASSET* (*European Automatic Securities Settlement Express Transfer System*) como el modelo más adecuado para lograr la definitiva integración del sector. Se trataría de una estructura «descentralizada», compuesta a partir de las múltiples plataformas nacionales ya existentes. Estas últimas se conectarían entre ellas a través de enlaces con una plataforma central pan-europea a la que se denomina *European Securities Settlement Platform* (*ESSP*) (ver gráfico 1).

GRÁFICO 1  
**MODELO E-ASSET**



Fuente: Elaboración propia.

Gracias a la red de enlaces, cada CDV estaría enlazada con la plataforma central y, a través de ella, con todas las demás CDV nacionales. Con esta configuración se eliminarían la necesidad y los costes de tener que mantener una extensa red de enlaces bilaterales como la que propone el modelo de Euro-enlaces de la ECSDA, o modelo espagueti (11). La institución central (ESSP) actuaría como centro de conexión y proveedor de servicios de liquidación sincronizada para las CDV nacionales.

El modelo descrito estaría abierto a todas las CDV de la UE, y por tanto estaría operativo para cualquier tipo de valor mobiliario representado en forma de anotación en cuenta registrado en alguna de las CDV conectadas.

Además, el modelo E-ASSET es un modelo compatible con otras formas de integración vertical, y horizontal en el sector, y en particular, sería compatible con la propuesta del Grupo Euroclear, cuya plataforma consolidada (que se espera entre en funcionamiento en el año 2010) podría también conectarse a esta plataforma central europea (ESSP) a través de un enlace.

## 2. Operador de la plataforma central y de la estructura de red (OESSI)

No sería adecuado que la plataforma central pan-europea (ESSP) y la red de enlaces fuesen poseídos por una única entidad privada, que además fuera un

competidor del mercado. Tal rechazo se basa en tres consideraciones:

— Primero, la importancia estratégica que dicha plataforma representaría para el funcionamiento adecuado de los mercados de valores y de todo el sistema financiero.

— Segundo, el gran riesgo operativo y de sistema que acumularía y, por tanto, la gran trascendencia que su buen funcionamiento tendría para la estabilidad financiera y para algunas de las funciones legalmente encomendadas al Eurosistema.

— En tercer lugar, el peligro que supondría que tal entidad particular aprovechara su posición de dominio en beneficio propio (aprovechando información privilegiada) y en detrimento del interés general del mercado.

Por ello, en este modelo se propone que la plataforma pan-europea y la red de enlaces estuviera operada por una *sociedad mercantil independiente de nueva creación*, que, además de como operador del sistema, actuaría como gestor de la plataforma y de la red de enlaces, y a la que podría denominarse *Operator of the European Securities Settlement Infrastructure (OESSI)*.

### a) Funciones del operador OESSI

Esta sociedad tendría la obligación de maniobrar, mantener o ampliar las instalaciones de su propiedad,

garantizando y promoviendo que la red se fuera configurando bajo unos criterios justos, homogéneos y coherentes. La sociedad *OESSI*, que actuaría como operador del sistema, sería también la responsable de la gestión técnica de éste, y debería garantizar la correcta interconexión y comunicación entre las CDV, una liquidación transfronteriza continua, segura, eficiente y de entrega contra pago, y la prestación de otra serie de servicios auxiliares a las CDV conectadas.

Sería de gran importancia que en la plataforma central se constituyera una base de datos común para toda la UE, donde aparecieran registrados todos los valores existentes con sus características respectivas (en cuanto a plazo de vencimiento, nominal, cupones, etc.). Esta base de datos común estaría formada por la información procedente de las CDV. A su vez, todas las CDV conectadas deberían ser responsables tanto de mantener actualizada su propia base de datos local y sus cuentas locales como de contribuir puntualmente a la actualización y mantenimiento de la base de datos europea. Las CDV serían las responsables de la veracidad, puntualidad y corrección de los datos introducidos en ellas. Esta base de datos europea se debería poder modificar, actualizar y consultar en tiempo real por las CDV conectadas, y también deberían poder tener acceso a ella los participantes del mercado a través de su respectiva CDV de acceso a la red, pagando por ello una comisión, como por otro servicio más.

El modelo *E-ASSET* requeriría un mayor avance por el camino de la «interoperabilidad» entre sistemas. Es decir, se requeriría una mayor compatibilidad y cooperación técnica entre las CDV conectadas: a) mediante el establecimiento de acuerdos sobre procesos, métodos, y redes comunes; b) mediante una armonización racional y progresiva de los servicios prestados, de las comisiones aplicadas, de las prácticas de mercado, y de distintas las regulaciones nacionales, y c) mediante una mayor estandarización de los protocolos de mensaje, de los sistemas IT, y los interfaces de acceso a las CDV. No obstante, dicho modelo no requerirá que la normalización fuera total y completa en el momento de su entrada en funcionamiento, sino que, por el contrario, otorgaría un margen de tiempo considerable al sector privado y a las autoridades públicas para que, de forma gradual y segura, coordinaran sus esfuerzos. Mientras tanto, la plataforma central debería actuar como órgano de traducción y conciliación entre CDV, y este papel iría reduciéndose en importancia a medida que la industria consiga un mayor grado de estandarización y armonización.

#### b) Accionistas de la sociedad *OESSI*

En primer lugar, serían accionistas las CDV y CDVI de la UE conectadas al modelo, reuniendo pues la doble

condición de accionistas de la red y usuarios del sistema. Las CDV deberían pagar unos precios regulados por acceder a la red y a los servicios prestados por la sociedad *OESSI*.

Dado que las CDV tienen una importancia estratégica vital y encierran un elevado potencial sistémico, sería vital para la confianza en dicha estructura que el Euro-sistema también participara en el sistema de gobierno y en el capital de la sociedad. Recordemos que la participación del poder público en estos sistemas de liquidación de valores no es algo nuevo. En Europa también contamos con ejemplos donde las CDV son gestionadas por los bancos centrales nacionales —por ejemplo, las CDV NBB (Bélgica), BOGS (Grecia) y SITEME (Portugal). Otros ejemplos de bancos centrales que participan total o parcialmente en el capital de las CDV son: República Checa (donde el BCN participa en la CDV «SKD»), Dinamarca (VP), Hungría (KELER), Letonia (VNS), Lituania (CSDL), Polonia (KDPW), Polonia (CRBS-SKARBNET), Eslovaquia (NBS-CR), Eslovenia (FEBSS), Bulgaria (BNBG-SSS), Bulgaria (CDAD), Rumania (GSSS).

En el caso de España, el banco central ejerce una influencia indirecta sobre la CDV Iberclear gracias a su participación en el *holding* Bolsas y Mercados Españoles S.A. En algunos países, las CDV para la deuda pública son operadas y poseídas por los bancos centrales. En EE.UU., el sistema Fedwire Securities Services está localizado en, y gestionado por, la Reserva Federal de Nueva York, aportando de esta forma una gran confianza y estabilidad al sector, sobre todo en momentos críticos para la seguridad del mercado.

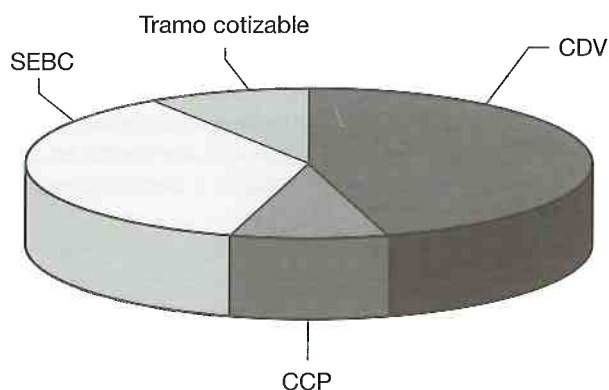
Además, podría ser adecuado que otro porcentaje del capital de *OESSI* cotizara en las bolsas europeas. Pero, en todo caso, la regulación de esta sociedad debería garantizar que ninguna CDV o CDVI, o entidad, ejerciera un control o una influencia notable sobre dicha sociedad (gráfico 2).

Para evitar el abuso de la posición de dominio de la sociedad central *OESSI*, deberían regularse las condiciones de prestación del servicio y de acceso a la plataforma y al sistema de red por parte de las CDV para que fueran seguras, justas, transparentes, no discriminatorias y a precios razonables.

#### c) Tarifas

También, sería fundamental que se regularan las tarifas que la sociedad *OESSI* podría cobrar a las CDV conectadas por los servicios prestados. Es decir, la actividad central de la plataforma central y del operador del sistema debería estar sometida a unos precios regulados para evitar el abuso de su poder del monopolio,

GRÁFICO 2

**POSIBLE ACCIONARIADO DE LA SOCIEDAD OESSI**

Fuente: Elaboración propia.

que llevaría a cobrar precios abusivos a las CDV usuarias, con el consiguiente peligro de que terminaran repercutiendo dichos costes a los clientes. Además, las comisiones cobradas por el operador pan-europeo deberían ser idénticas para todas las CDV usuarias del sistema, evitando así posibles discriminaciones.

Del mismo modo, y para proteger los intereses de los usuarios, podrían regularse de una manera flexible algunos aspectos sobre las comisiones que las CDV cobrarían a sus miembros, y debería asegurarse que tales tarifas fueran públicas y fácilmente comparables, favoreciendo así la competencia y permitiendo que los participantes pudieran elegir la CDV que ofreciera unos servicios en unas condiciones más beneficiosas para sus intereses. Además, sería esencial, obligar a las CDV a que establecieran unas *tarifas escalonadas* según el volumen de operación, cobrando menores comisiones a aquellos inversores que operaran con mayores volúmenes (como los inversores institucionales o los custodios globales). Esto permitiría salvaguardar el negocio y el papel de intermediación desempeñado hoy por estos participantes (custodios). Los custodios globales manejan altos volúmenes de valores y, por tanto, tendrían que pagar unas comisiones mucho más bajas que otros participantes del mercado menos importantes en el mercado. Esto haría que, a su vez, los custodios globales pudieran cobrar unos precios inferiores a sus clientes que los que ellos tendrían que pagar si accedieran directamente a contratar con la CDV. Así se podría mantener el actual esquema de tenencia escalonada y asegurar que las CDV fueran utilizadas en la cúspide de la cadena de valor como un escalón libre de riesgo que pretende dar seguridad y confianza al tráfico de cualquier valor. La competencia entre CDV por captar el mayor número de emisores e inversores como clientes podría presionar a la baja el nivel de las comisiones cobradas. Además, deberían crearse un mecanismo de incentivos para que las economías de

escala y los ahorros de costes conseguidos por las CDV fuesen traducidos en unas menores comisiones a cobrar a sus miembros.

Finalmente, indicar que las CDV conectadas al modelo también se prestarían servicios entre ellas. Para estos servicios, dominaría el principio de reciprocidad, de forma que las CDV tenderían a aplicarse las mismas tarifas respectivamente.

Como consecuencia de lo anteriormente expuesto, y respecto a la cuestión sobre si dicha sociedad (*OESSI*) debería tener *finalidad de beneficio o no*, hay que señalar que en el ejercicio de su actividad debería pretender alcanzar unos ingresos suficientes para cubrir costes. No obstante, y aunque podría obtener beneficios gracias a las comisiones que podría cobrar a las CDV por la prestación de servicios, éstas comisiones estarían limitadas y los beneficios serían, por ello, unos beneficios moderados.

#### d) Otros requisitos

Sería deseable que se establecieran unos *criterios mínimos sobre la calidad y seguridad del servicio* que el operador de la plataforma central debería cumplir en su actividad diaria, dado que se trata de servicios fundamentales para el interés general y para el buen funcionamiento y estabilidad del sistema financiero. El operador sería responsable de ejercer cierta función de vigilancia sobre las terceras partes proveedoras de servicios de importancia estratégica para la nueva estructura pan-europea (servicios de comunicación, mensajería etc.). También sería deseable que las propias CDV que participaran en esta infraestructura se vieran sometidas al obligatorio cumplimiento de unos *criterios homogéneos y mínimos de calidad y seguridad*, dado que en una estructura de red efectividad y seguridad del conjunto será el resultado de la calidad y seguridad de cada uno de sus componentes.

Finalmente, señalar que un esquema como el descrito colocaría a la sociedad *OESSI* en una posición estratégica incomparable para recoger información acerca del sector y dar transparencia y confianza al mercado sobre su funcionamiento. Aunque los datos de que dispondría dicho operador podrían tener un gran valor a efectos estadísticos y de supervisión y control, debería regularse claramente dónde se encontraría el límite de la confidencialidad de tal información.

### 3. Estructura descentralizada frente a una mayor centralización

Como se ha expuesto, el modelo *E-ASSET* es un modelo descentralizado formado por múltiples plataformas.



Evidentemente, la propuesta alternativa de crear *una única plataforma pan-europea* que reemplazara a todas las plataformas nacionales existentes de las CDV (como es el caso de TARGET 2 o como es el nuevo modelo de negocio del Grupo Euroclear) sería sin lugar a dudas una solución que aprovecharía mejor las economías del escalar del sector que el modelo *E-ASSET* propuesto.

Sin embargo, en el contexto actual de la UE, no sería aconsejable su establecimiento desde un principio, fundamentalmente debido al rechazo político que generaría y a la amenaza que un cambio tan radical en la infraestructura de liquidación de valores europea podría suponer en términos de estabilidad. No deberíamos pretender implantar directamente en el ámbito de los valores de la UE un sistema equivalente a TARGET 2, pues incluso dicho sistema de transferencia de efectivo necesitó años de evolución y aún necesitará algunos años hasta su definitiva implantación. Recordemos que en noviembre de 1994, el Instituto Monetario Europeo (IME) y los bancos centrales nacionales de la Unión Europea anunciaron el desarrollo de este sistema de pagos, siendo de hecho TARGET uno de los proyectos más importantes del IME (12). Se estableció entonces un calendario detallado dividido en una serie de etapas: el estudio de las necesidades del sistema, el desarrollo de las especificaciones, el desarrollo técnico y, finalmente, las pruebas y la simulación del sistema. Por fin, y tras un impecable proceso de cuatro años, el sistema TARGET entró en funcionamiento el 4 de enero de 1999, al mismo tiempo que el SEBC iniciaba plenamente sus actividades. Casi cuatro años después, el 24 de octubre de 2002, el Consejo de Gobierno del BCE definió y anunció su decisión sobre la dirección estratégica para la próxima generación de TARGET (TARGET 2), con el objetivo de superar los inconvenientes del sistema actual. Los preparativos del proyecto de TARGET 2 se dividen en tres fases principales: la fase previa al proyecto o de definición, la fase de proyecto y la fase de prueba y comprobación. Se espera que la plataforma esté preparada para el segundo semestre de 2007; no obstante, aun después los sistemas de pagos de los bancos centrales nacionales tendrán que migrar progresivamente a TARGET 2 en diferentes fases. Por tanto, desde 1994 hasta 2007 habrán transcurrido casi 13 años y aún se necesitarán algunos más para su definitiva implantación.

Llegar a una decisión unificada y a una coordinación en la actuación entre los bancos centrales nacionales del SEBC fue relativamente sencillo, ya que, al fin y al cabo, cuentan con una regulación armonizada y con una unidad de decisión representada en el Consejo de Gobierno del BCE. En el ámbito de la liquidación de valores, la situación de partida es bastante más compleja, debido a que la mayoría de las CDV son instituciones privadas, diferentemente organizadas, con distintos gra-

dos de sofisticación y desarrollo, con intereses económicos contrapuestos, prestando diferentes servicios bajo distintas prácticas de mercado, y sometidas a una dispar regulación y supervisión. Más compleja es la situación aún si, como ocurre, el sector se ve distorsionado por la existencia de distintos factores (falta de transparencia, distintos intereses, fallo de coordinación, incertidumbre etc.). No obstante, es vital que el SEBC lidere la construcción de este modelo, contando en cualquier caso con el esfuerzo, opinión y participación del sector privado.

#### **4. Implantación del modelo e implicación de los bancos centrales**

---

En la UE no se conseguirá establecer el modelo definitivo en un solo paso y a corto plazo, es decir, no podemos confiar en la efectividad de una solución inmediata o de *big bang*. Conseguir un modelo de integración aceptable y acorde con la actual situación del mercado debe ser un objetivo alcanzable a medio plazo.

Por ello, la creación del modelo *E-ASSET* debería obedecer a un *proceso progresivo, transparente, y formado por múltiples etapas*. Estas etapas serían las que aparecen recogidas en el gráfico 3.

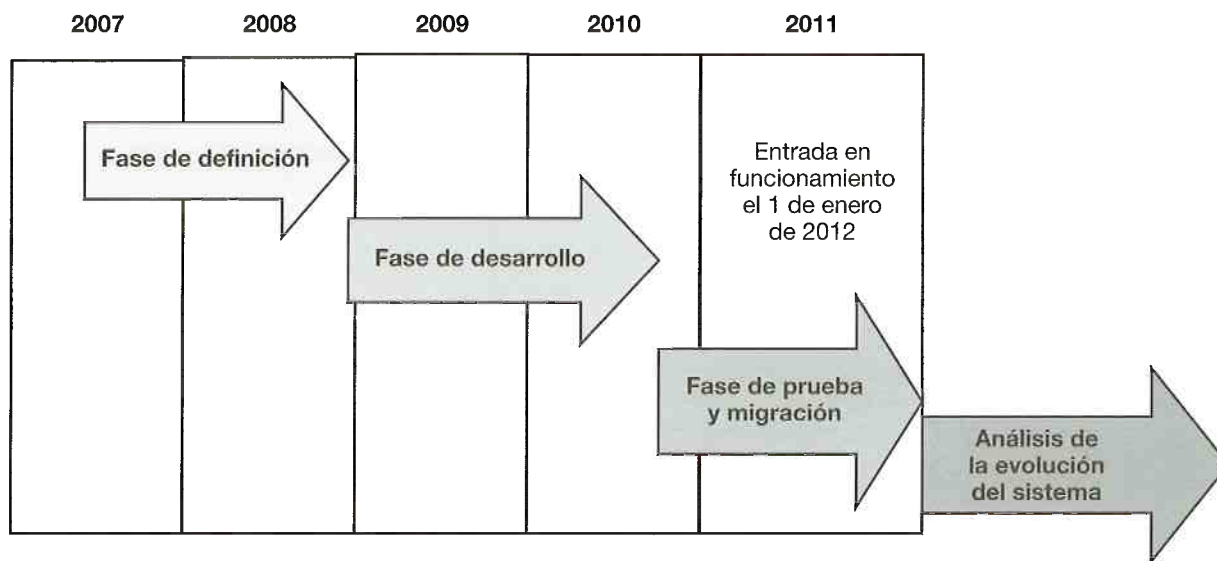
El SEBC debería dirigir las fases de diseño, implantación y prueba del modelo *E-ASSET* en colaboración con las CDV nacionales. No obstante, su puesta en funcionamiento, que podría llevarse a cabo el 1 de enero de 2012, no debería suponer en ningún modo el final del proceso. Sería necesario que durante los años siguientes a su entrada en funcionamiento se llevara cabo un exhaustivo análisis sobre la evolución del sistema *E-ASSET*, descubriendo las mejoras que aún podrían ser necesarias.

### **III. FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA *E-ASSET***

---

A partir de ahora, llamaremos *CDV-emisor* o *de origen de los valores* a la CDV en la que el emisor decidiera registrar la emisión, o en la que se inmovilizan o desmaterializan los valores mobiliarios. Llamaremos *CDV-Inversor* o *CDV de acceso* al sistema de liquidación de valores que actúa en calidad de intermediario. Es decir, la CDV con la cual el inversor decide contratar directamente y a través de la cual pretende acceder a los servicios de post-negociación y al sistema *E-ASSET*. En dicha *CDV-inversor*, el inversor adquiriría la condición de «miembro principal». Finalmente, llamaremos *CDV de depósito* a la CDV en la cual los valores adquiridos por el inversor estarían depositados (13), y conforme a cuyo marco legal los derechos de propiedad y de protección frente a terceros deberían ser regulados.

GRÁFICO 3  
 PROCESO DE ESTABLECIMIENTO DEL SISTEMA E-ASSET



Fuente: Elaboración propia.

Para el correcto funcionamiento de este modelo, sería imprescindible que la regulación establecida en la futura directiva comunitaria asegurara la libertad de elección del emisor. Es decir, todo emisor de la UE debería poder elegir libremente la CDV en la cual registrar una determinada emisión (CDV del emisor), con independencia de su propia nacionalidad y de la nacionalidad de la plataforma de negociación en la cual fuera a cotizar dicha emisión. Además, cada inversor también debería poder elegir la CDV con la que operar y a través de la cual acceder a la nueva red de liquidación transfronteriza (el sistema E-ASSET). Es decir, debería poder elegir la CDV-inversor o de acceso. No obstante, en este modelo se propone que cada valor adquirido por el inversor estaría depositado directamente en la CDV de origen de estos valores, de forma que, respecto de cada emisión, la CDV-emisor sería siempre la CDV de depósito de dicho valor. Por tanto, en esta propuesta los valores siempre deberían ser mantenidos en depósito en la CDV de origen o del emisor, aún cuando el inversor accediera a la red a través de otra CDV distinta (CDV-inversor). Veámoslo con un ejemplo:

a) Supongamos un inversor de un país A que decidiera contratar y, por tanto, entrar a la estructura de red E-ASSET a través de la CDV A. Esta CDV, libremente elegida por el inversor A, sería la CDV-inversor para dicho inversor. Si dicho inversor A decidiera adquirir y mantener unos valores A (por valor de 10 millones de euros) para los cuales la CDV A es la CDV-emisor, dichos valores tendrían que ser mantenidos y depositados en dicha CDV A. Por lo tanto, la CDV A sería la CDV-emisor y la CDV-

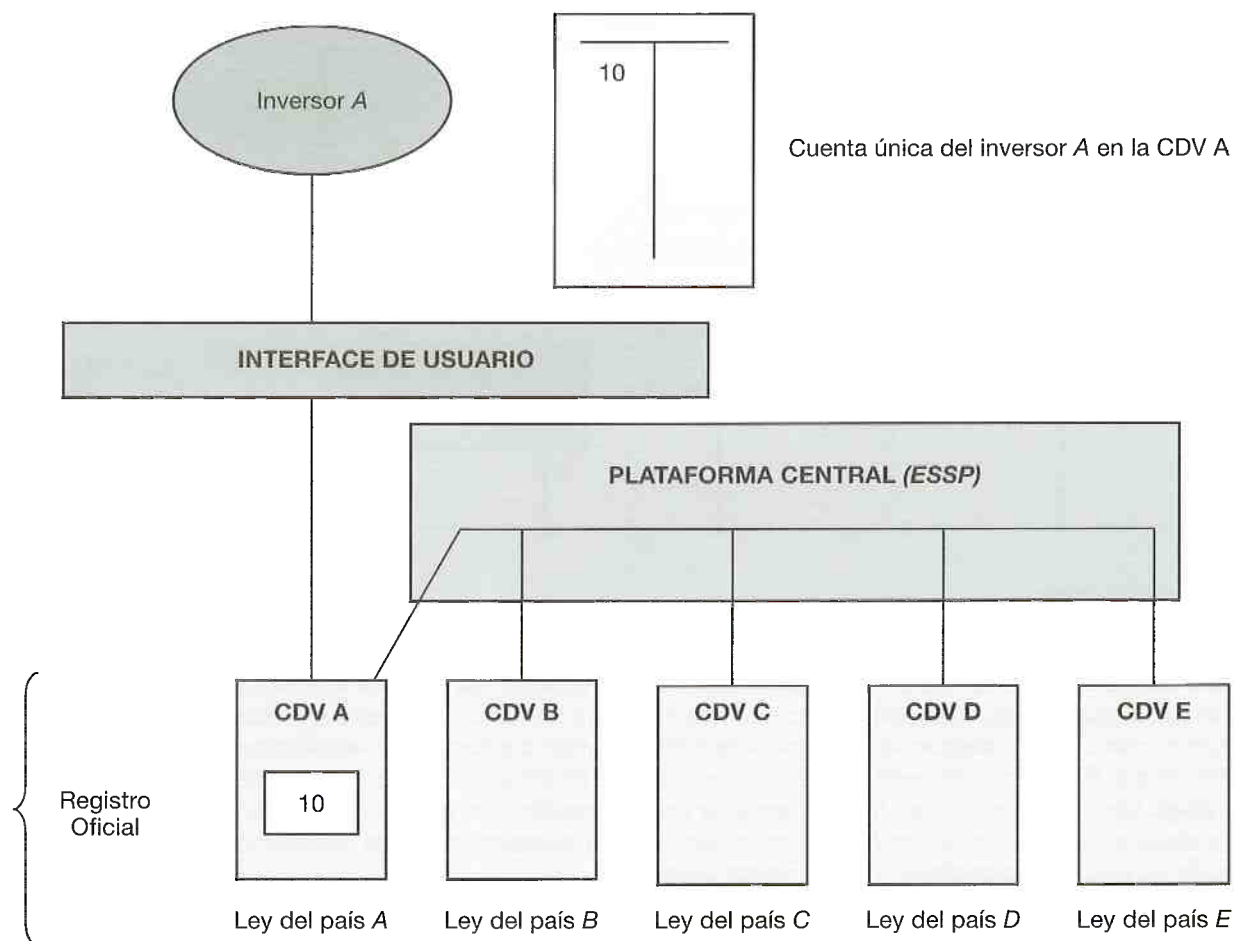
depósito respecto de la emisión A, y dicha operación y los derechos de propiedad sobre tales valores se regularían conforme a la legislación nacional del país A. En definitiva, en este caso, la CDV A sería la CDV-inversor respecto del inversor A, la CDV-emisor, y la CDV-depósito respecto de dicha emisión A.

En estas condiciones, y para esa emisión A y ese inversor A se cumpliría la identidad:

$$CDV A = CDV-inversor = CDV-emisor = CDV-depósito$$

b) Por otro lado, si el inversor A, miembro principal de la CDV A, no deseara comprar valores A sino valores B, C, D, y E, para los cuales las CDV B, C, D, y E respectivamente son las CDV-emisor, la situación sería diferente. Primero, si deseara comprar valores B para los cuales la CDV B del país B es la «CDV-emisor», dichos valores deberían ser mantenidos directamente en esta última CDV B (30 millones), y bajo el marco legal de B, aun cuando la relación directa del inversor A se establecería directamente con la CDV A (CDV-inversor). En este caso, la CDV A estaría actuando como intermediario poniendo a su cliente en contacto con los servicios de liquidación prestados por otras CDV. A su vez, dicho inversor A podría mantener depositados en la CDV C 20 millones en valores C para los cuales la CDV C es la CDV-emisor y bajo el marco legal del país C, 40 millones en valores D en la CDV D y bajo el marco legal del país D, y 5 millones en valores E depositados en la CDV E y bajo el marco legal del país E. Por tanto, en este caso, mientras la CDV-inversor o de acceso del

GRÁFICO 4  
SISTEMA E-ASSET: EJEMPLO 1



Fuente: Elaboración propia.

inversor A sería la CDV A, la CDV de depósito de dicho inversor A serían las CDV B, C, D, y E respectivamente. Estas serían a su vez las CDV-emisor respecto a cada una de las emisiones en las que ha decidido invertir el inversor A. En este segundo caso no se cumpliría la identidad anterior, y la CDV-inversor (A) no sería igual que la CDV-emisor (B, C, D, y E).

Con este modelo se evitaría la confusa situación de que «una misma emisión» pudiera estar depositada en tantos países, y bajo tantos marcos reguladores y supervisores diferentes como los inversores en tales valores eligieran, pudiendo, en un caso extremo, llegar a estar depositados los valores de una misma emisión hasta bajo 25 marcos legislativos y supervisores diferentes. Esto podría introducir gran confusión en la tenencia y liquidación transfronteriza, y podría dificultar el ejercicio de derechos corporativos y la gestión de servicios financieros del emisor.

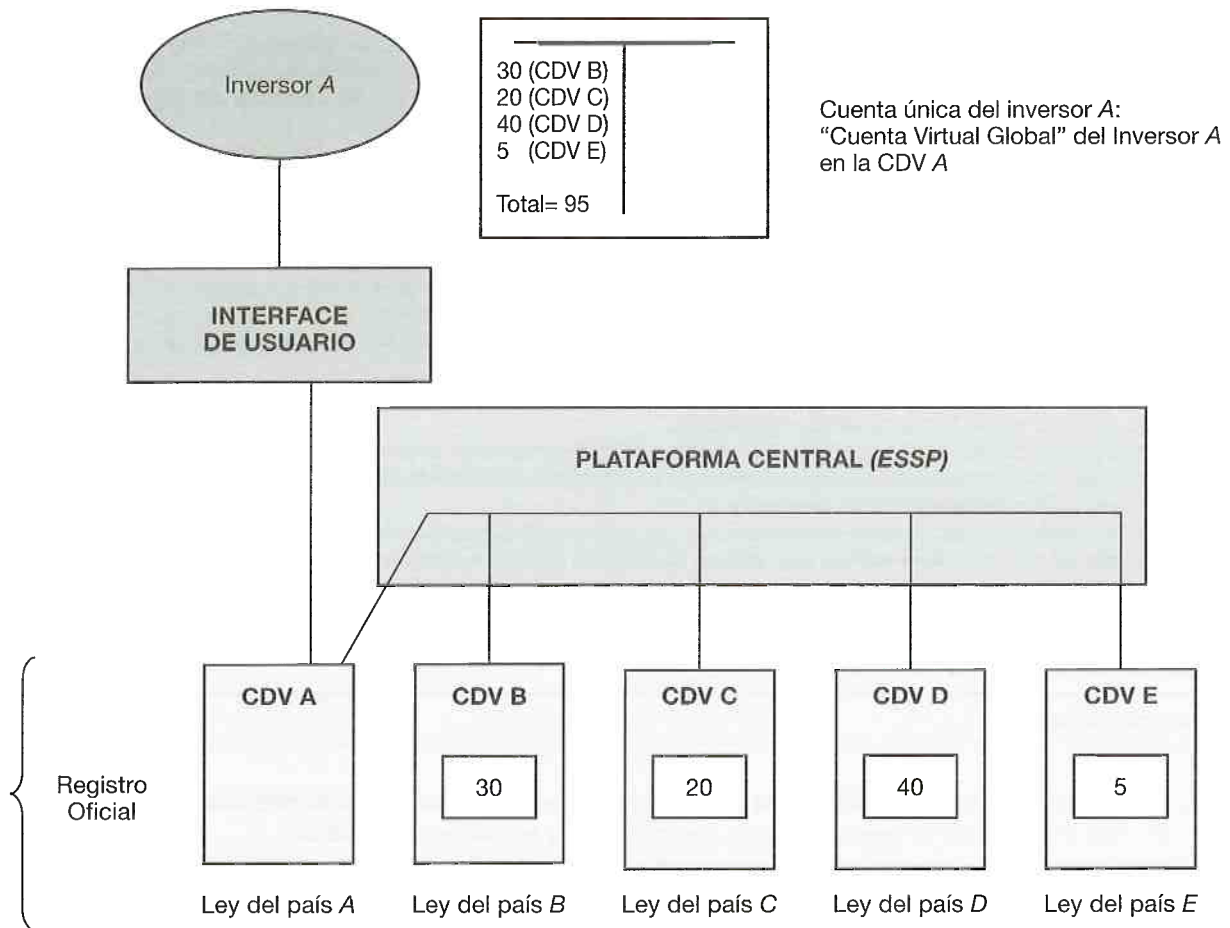
Bajo este esquema, toda CDV podrá actuar a la vez como CDV-inversor, CDV-emisor y CDV-depósito. Las funciones de las CDV, dependiendo de la condición en la que actúan, aparecen recogidas en el cuadro núm. 1, y serán explicadas con mayor detenimiento en los siguientes apartados.

Bajo este modelo, la plataforma central tendría unas funciones limitadas y las CDV conectadas verían cambiar en escasa medida su operativa. Todo esto favorecerá su aceptación por parte de la industria.

#### IV. RELACIONES ENTRE LAS CDV Y LOS INVERSORES

El modelo que se propone respeta la libertad de elección del inversor, en tanto en cuanto que, el inversor podría elegir la CDV a través de la cual acceder a la red

GRÁFICO 5  
**MODELO E-ASSET: EJEMPLO 2**



Fuente: Elaboración propia.

E-ASSET (la CDV-inversor) y su relación se instrumentaría directa y únicamente con ella, aun cuando decidiera mantener una cartera diversificada formada por valores depositados en distintas CDV centrales depositarias de valores.

Además, en este modelo, no sería necesario que cada inversor tuviera que acceder al sistema E-ASSET a través de su CDV nacional, sino que podría acceder a través de cualquier CDV elegida libremente por él, atendiendo exclusivamente a sus propios intereses. En este modelo, lo más eficiente sería que cada inversor mantuviera un único punto de entrada a la red a través de la CDV por él elegida, evitando así los costes de conexión con todas las CDV cuyos valores en registro desee comprar. Además, lo más lógico sería que eligiera como CDV-inversor a la CDV donde se encontraran registrados la mayoría de los valores de su cartera. Si un inversor invirtiera mayoritariamente en valores registrados en la CDV

A, lo normal es que eligiera a ésta como punto de entrada. Esto probablemente daría lugar a una gran competencia entre las CDV por captar el mayor número de emisiones registradas.

Del mismo modo, se respetaría la libertad de los emisores a elegir la CDV-emisor donde registrar una determinada emisión, y esta CDV sería la responsable de tratar con sus respectivos emisores, y retendría ciertas responsabilidades legales y contractuales frente a ellos.

Todo inversor y emisor debería poder cambiar con facilidad y sin apenas coste de CDV con la que operar, para asegurar que la competencia entre las CDV siguiera funcionando de forma adecuada. Es decir, los costes de cambio del emisor respecto de la CDV-emisor y del inversor respecto de la CDV-inversor, directos o indirectos, explícitos o implícitos, serían reducidos al mínimo. Ello implicaría la eliminación de ciertas diferencias entre

## CUADRO NÚM. 1

### FUNCIONES DE LAS CDV CONECTADAS AL MODELO E-ASSET

Las CDV conectadas al modelo podrían realizar las siguientes funciones:

1. En su condición como *CDV-inversor*, toda CDV sería la encargada de tratar con los inversores. Los inversores introducirían sus órdenes de liquidación a través de la *CDV-inversor*, que sería la encargada de comprobarlas y enviarlas a la *ESSP* cuando fuera necesario. Además, la *CDV-inversor* actuaría como *intermediario* entre la *CDV-depósito* y el inversor, para facilitar la prestación de determinados servicios, como el ejercicio de acciones corporativas.
2. Como *CDV-emisor* trataría con los emisores, a los que les prestaría diversos servicios como: servicios de emisión, registro, creación de ISIN y gestión de acciones corporativas. Sería la encargada de mantener un listado de los propietarios últimos de los valores. Además, toda CDV, en su condición de *CDV-emisor*, debería transmitir información puntual a la plataforma *ESSP* sobre las nuevas emisiones y amortizaciones registradas, con el fin de mantener actualizada la base de datos de valores europea.
3. La *CDV-depósito* sería la encargada de prestar servicios de custodia y servicios de activos. No obstante, estos eventos corporativos no los comunicaría directamente al inversor, sino que informaría de ellos a la *CDV-inversor*, que sería la encargada de relacionarse con los clientes. También podría prestar asesoramientos fiscal, llevar a cabo reclamaciones fiscales etcétera.  
La *CDV-depósito* se encargaría adicionalmente de la gestión de colateral privado y de gestionar los préstamos de valores o concederlos, cuando así se lo permitiera su legislación.
4. Tanto la *CDV-inversor* como la *CDV-depósito* deberían actualizar y mantener actualizadas las posiciones en valores de los participantes. Sería muy importante que se realizaran reconciliaciones frecuentes entre las cuentas de la *CDV-inversor* (cuenta virtual global) y las cuentas de la *CDV-depósito*.
5. En este modelo, cada CDV nacional se relacionaría con su respectivo Banco Central Nacional.  
Sólo algunas de las operaciones internas con valores se podrían liquidar en las CDV nacionales sin necesidad de tener que pasarlas a la *ESSP*. Sería el caso, por ejemplo, de dos inversores *A* y *B* que hubieran elegido la misma *CDV-inversor A* y que además realizaran entre ellos una operación con valores para la cual esa misma CDV fuera la *CDV depósito* y *CDV-emisor*. Además, debería darse la condición adicional de que ambos inversores liquidaran la pata de efectivo sobre el BCN del país donde estuviera localizada la CDV nacional *A*.

Fuente: Elaboración propia.

sistemas, deberían armonizarse las interfaces de acceso a las CDV, los protocolos de comunicación de los clientes, los sistemas IT etc., de manera que ni los costes ni la complejidad adicional pudieran empañar el derecho del inversor y del emisor a cambiar de proveedor de servicios de post-negociación.

En definitiva, con este modelo, se aseguraría que las CDV de la UE no tendrían poder de monopolio sobre sus

respectivos mercados domésticos ni sobre los inversores y emisores nacionales.

### V. ESTRUCTURA DE CUENTAS DE VALORES

A efectos de transparencia y operabilidad, sería necesario que la *CDV-inversor* (en nuestro ejemplo la *CDV A*) mantuviera con cada uno de sus miembros principales

## CUADRO NÚM. 2

### FUNCIONES DE LA PLATAFORMA CENTRAL (ESSP)

La plataforma central *ESSP* se encargará de las siguientes funciones:

1. La liquidación sincronizada de la pata de valores y efectivo de toda operación comunicada por la *CDV-inversor*. Comunicación con el agente liquidador de efectivo. Comunicación con *TARGET 2* para la comprobación de la suficiencia de saldo en las cuentas de efectivo. Mantenimiento de *mirror accounts* y replicación de cada una de las operaciones.
2. Case de las órdenes recibidas.
3. Mantenimiento de una base de datos de valores Europa.
4. Comunicación y transmisión de información entre CDV.
5. Órgano de traducción entre CDV.
6. Apertura de cuentas de valores a los bancos centrales para la colateralización vía *repo*.
7. Comprobación de los valores elegibles como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema y recopilación de las valoraciones obtenidas por los bancos centrales.
8. Facilitar la prestación del servicio de activos por parte de las CDV.
9. Ayudar a la liquidación sincronizada de las operaciones transfronterizas contra garantías.

Fuente: Elaboración propia.

una cuenta virtual global, que reflejaría de forma actualizada y exacta el saldo global en valores mantenido por cada inversor en el conjunto de CDV conectadas a la red E-ASSET, es decir, que contabilizara la cartera de valores completa de cada inversor. Así, se daría mayor transparencia sobre las tenencias de valores de cada inversor y se facilitaría una gestión más eficiente del colateral. A su vez, cada CDV-depósito de un inversor A llevarían para dicho inversor una cuenta local o particular, mostrando los valores registrados en dicha CDV de los que dicho inversor sería el propietario. Las CDV-depósito mantendrían las cuentas legales de valores particulares, y éstas constituirían, como hasta ahora, el verdadero registro legal de la titularidad de los valores. De hecho, al mantener los inversores sus valores directamente en la CDV-emisor, todas las transferencias de valores entre inversores europeos acabarían transformándose en transferencias internas en anotaciones en cuenta en la CDV-emisor o de origen del valor, eliminando la necesidad de enlaces bilaterales entre las CDV. Este esquema permitiría la transformación de las «transferencias transfronterizas» en verdaderas «transferencias internas», gobernadas por su marco legislativo doméstico y sujetas a las reglas de transferencia y de protección de activos locales. Además, permitiría conservar el régimen jurídico de la propiedad de los valores de cada uno de los estados miembros facilitando a la vez su armonización gradual. Este sistema aporta una gran certidumbre sobre qué marco legal presidirá cada relación comercial, y el inversor podrá conocerlo de antemano, e incluso ser asesorado convenientemente.

Cualquier cambio que se produjera en las cuentas individuales de la CDV-depósito debería ser inmediatamente comunicado a la CDV-inversor para que la cuenta virtual global que ésta última mantenga sea actualizada en tiempo real. Además, para un funcionamiento adecuado de este sistema, sería necesario que se llevaran a cabo reconciliaciones periódicas entre las cuentas individuales de las CDV-depósito y la cuenta virtual global de la CDV-inversor respecto del inversor A. Además, sería necesario que se armonizaran las estructuras de cuentas y sistemas de contabilización mantenidos por las distintas CDV, para que fueran compatibles y obedecieran a un esquema o estructura común.

Aunque, según se ha indicado, el registrador no siempre es la CDV, sino que su papel puede variar de un país a otro, sería positivo que dicho papel sea desempeñado por las CDV de la UE, es decir, que la CDV elegida por el emisor fuera el registrador oficial y central en cuanto a los propietarios de los valores de dicho emisor. La CDV del emisor actuaría como un registro central, e identificaría en cada momento qué valor estaría en posesión de qué participante y con qué CDV operaría dicho inversor (ya sea la propia CDV del emisor u otra). Además,

tendría conocimiento de qué valores del participante serían mantenidos por cuenta propia o por cuenta de clientes, aportando así una gran transparencia.

Por otro lado, los participantes que mantuvieran valores por cuenta de otros serían los encargados de conocer exactamente la identidad de los propietarios de los valores que son mantenidos de forma indirecta, actuarían como segundo escalón del registro, y sus cuentas garantizarían la legitimidad del adquirente como propietario del valor. En el caso de que un participante B mantuviera valores de un inversor C que a su vez los mantuviera por cuenta de un tercero D, que a su vez los mantuviera por cuenta de un particular E, deberían ir sucediéndose la cadena ascendente de comunicaciones pertinentes hasta llegar al miembro B de la CDV, que sería el encargado de tener identificados en tiempo real a los legítimos titulares de los valores. En caso de que un emisor, cuyos valores están registrados en la CDV A, fuera a celebrar una Junta General de accionistas, la CDV del emisor (A) sería la encargada de ponerse en contacto con todas las demás CDV cuyos participantes tuvieran valores de dicha emisión y cada CDV-inversor sería la responsable de ponerse en contacto con sus participantes. De nuevo las comunicaciones deberían sucederse de forma descendente en la cadena de tenencia indirecta hasta llegar al último inversor. Este esquema facilitaría el ejercicio de las acciones corporativas por los inversores, promovería la estandarización de las comunicaciones necesarias y daría una mayor agilidad al mercado. No obstante, el servicio de activos (o servicio de acciones corporativas) es una función que las CDV ejercerían en competencia con los custodios, y la implicación de cada CDV podría ser diferente en cada mercado.

## VI. RELACIÓN ENTRE LAS CDV CONECTADAS AL MODELO E-ASSET

Todo inversor que eligiera una determinada CDV-inversor debería recibir la condición de *miembro principal* en dicha CDV. La condición de *miembro principal* en una CDV-inversor determinada debería implicar la potencial condición de miembro en el resto de las CDV conectadas. Con lo cual se evita la necesidad de que cada participante tuviera que solicitar y pagar por ser miembro en cada una de ellas. Cada *miembro principal* de una CDV sería un *miembro potencial* de todas las demás CDV enlazadas al sistema E-ASSET. En el momento en que un miembro principal en una CDV-inversor decidiera adquirir valores registrados en otra CDV, su CDV-inversor, lo comunicaría a la CDV-emisor y el miembro adquiriría la condición de *miembro de hecho* en la CDV-emisor sin tener que pagar ninguna nueva comisión. Además, se le abriría una cuenta en dicha CDV-emisor para instrumentalizar el depósito de estos valores del

inversor. A partir de entonces, esta última CDV sería una de las CDV-depósito de dicho inversor.

En todo caso, debería asegurarse que todas las CDV aplicarían un tratamiento igualitario a todos los miembros, sin discriminar a aquellos que sean *miembros de hecho* y que adquirieron la condición de *miembro principal* en otras CDV conectadas. Si un *miembro principal* en la CDV-inversor no deseara en ningún momento adquirir valores registrados en otra CDV, no llegaría nunca a ser *miembro de hecho* de dicha CDV, ni tendría por qué tener una cuenta abierta en ella. En general, en este modelo, una CDV-inversor tendría que mantener relaciones con muchas o pocas CDV emisoras/CDV depósito dependiendo de lo diversificadas que estuvieran las carteras de sus miembros principales (o las de los terceros de estos).

Posiblemente, las CDV se cobrarían entre ellas unas comisiones por los servicios internos que se prestaran mutuamente (asesoramiento, transmisión de información etc.), atendiendo al «principio de reciprocidad».

## VII. RELACIÓN DE LAS CDV CON EL OPERADOR DE LA PLATAFORMA CENTRAL

---

En este modelo, las CDV *subcontratarían* la prestación de ciertos servicios (como, por ejemplo, la conexión entre CDV y traducción y asesoramiento cuando sea necesario, la liquidación simultánea de las patas de valores y efectivo de las operaciones con valores bajo el principio de entrega contra pago), al operador central (*OESSI*).

En todo caso, para que el operador *OESSI* pudiera llevar a cabo una liquidación sincronizada de las patas de valores y efectivo de las operaciones con valores, cada CDV necesitaría pasar a la plataforma el procesamiento de liquidación de valores que ejecuta para sus clientes. La relación entre las CDV y el operador de *ESSP* se debería estructurar como un contrato de provisión de servicios, donde cada CDV del grupo alquilaría parte de su proceso IT al operador de la plataforma central *OESSI*. Las cuentas de valores individuales mantenidas por los sistemas locales deberían ser reproducidas por la plataforma central, utilizando para ello unas cuentas de valores que podríamos llamar *cuentas espejo* de las *cuentas particulares o locales* de valores mantenidas por las CDV-depósito. El operador de la plataforma central debería gestionar la liquidación simultánea de las patas de efectivo de las operaciones con valores para completar con éxito el proceso de liquidación. Por tanto, la plataforma central mantendría copias de estos registros para sus propios procesamientos, auditorías y reconciliaciones, pero éstos solo serían registros espejo usados con la finalidad de procesamiento mediante

entrega contra pago, y no constituirían cuentas legales de valores, que serían las cuentas particulares mantenidas por cada CDV-depósito. La transferencia de los derechos de propiedad aparecería representada por movimientos en estas bases de datos locales y, en el caso de discrepancias con los registros de procesamiento de la *ESSP*, prevalecería el registro local. En todo momento, y para ejecutar el procesamiento de liquidación, la plataforma *ESSP* necesitaría recibir información de las CDV-inversor acerca de quiénes son las contrapartidas en la operación, qué cuentas de valores serían cargadas y abonadas, por qué importe, quién sería el agente liquidador de efectivo etc. Todas estas comunicaciones con la plataforma central permitirían la acumulación y centralización en ella de información de gran utilidad estadística, que permitiría analizar los datos del sector en el futuro y otorgaría una gran transparencia sobre la actividad de cada CDV y cada participante, lo que a su vez repercutiría en una mayor facilidad para el desempeño de las actividades de vigilancia y supervisión del sector.

Hay que indicar que subcontratar los servicios al operador de la plataforma central (*OESSI*) no debería tener impacto alguno sobre la naturaleza de la relación de las CDV del grupo con sus clientes. Para la actividad de los inversores sería indiferente la subcontratación por las CDV de parte de su proceso de liquidación con el operador de la plataforma central *OESSI*. Los clientes no tendrían que tratar directamente con el operador *OESSI*, ni con cada una de las CDV en la que mantiene valores, sino que, como hasta ahora, dirigirían sus instrucciones y recibirían información de las CDV con las que decidirían contratar (CDV-inversor). En este sentido el modelo, requeriría poca adaptación de los clientes al nuevo sistema y, por tanto, no se deberían ver perjudicados por la necesidad de incurrir en unos mayores costes.

## VIII. LIQUIDACIÓN DEL EFECTIVO EN EL MODELO E-ASSET

---

La liquidación de una operación de compra o venta de valores tiene dos patas. La liquidación de la pata correspondiente a los valores (*securities leg*) objeto de la operación y la liquidación de la pata de efectivo (*cash leg*) que se entrega como contraprestación. Por tanto, serán necesarias cuatro anotaciones. Un adeudo en la cuenta de valores del vendedor, un abono en la cuenta de valores del comprador, un adeudo en la cuenta de efectivo del comprador y un abono en la cuenta de efectivo del vendedor de los valores. En una operación interna (14), las cuentas de valores se encuentran localizadas tradicionalmente en la CDV nacional, y las cuentas de efectivo que deberán ser abonadas o acreditadas están localizadas en una institución conocida como «agente liquidador de efectivo» (*Cash Settlement Agent*).

Un agente liquidador de efectivo es una entidad cuyos activos son utilizados para liquidar las obligaciones finales de pago que surgen de las transferencias de valores en el seno de una central depositaria de valores.

Se denomina *activo de liquidación* al activo utilizado para saldar las obligaciones de liquidación conforme a las reglas, reglamentos o prácticas comunes de un sistema. La transferencia de este activo líquido permite que las respectivas obligaciones sean eliminadas. El activo de liquidación utilizado puede ser el dinero de un banco comercial (*commercial bank money*) o el dinero del banco central (*central bank money*). En el mismo sentido, el agente liquidador puede ser un banco comercial o un banco central. En la práctica, y atendiendo a razones de seguridad, la gran mayoría de los sistemas de liquidación de valores liquidan *en dinero del banco central* o, lo que es igual, utilizan al banco central como agente de liquidación.

En el modelo *E-ASSET*, los clientes podrían elegir entre liquidar la pata de efectivo de la operación con valores sobre dinero del banco central o sobre el dinero de un banco comercial, e incluso liquidarse una operación transfronteriza en la que el vendedor quiere liquidar sobre el dinero del banco central y el comprador sobre el dinero de un banco comercial (*cross-quality*). No obstante, por razones de seguridad, se espera que la mayor parte de las operaciones se liquiden sobre dinero de banco central.

Para que se lleve a cabo la liquidación de la pata de efectivo de cualquier operación sería necesario que toda CDV conectada subcontrataran los servicios de la conexión y comunicación con el sistema de pago del SEBC (o con otro agente de liquidación de efectivo) al operador de la plataforma central *OESSI*. Las CDV locales implicadas en cada operación deberían informar al operador *OESSI* sobre los datos de la misma, especificando todos aquellos detalles que sean esenciales para la adecuada liquidación de la operación. Esta información les sería comunicada a las CDV por sus propios clientes. Por tanto, la plataforma central *ESSP* necesitará la información procedente de las CDV conectadas (CDV-inversor) acerca de los saldos de las cuentas de valores individuales de los clientes, así como datos sobre la manera en la que realizaría la liquidación de efectivo de los clientes (cuentas para la liquidación, agente de pagos, banco de liquidación, las facilidades de crédito a disposición de los clientes), datos estos últimos que les serían suministrados por sus miembros-clientes. La plataforma central *ESSP* usará la información aportada por cada CDV, se interconectará con los bancos centrales nacionales y con el módulo de pagos de *TARGET 2* y, conociendo las posiciones en efectivo y valores de cada participante, podrá coordinar la simultaneidad de la liquidación de las patas de valores y efectivo.

En este modelo, la liquidación sobre dinero del banco central ocurriría en base a un modelo de entrega contra pago (ECP) bruto en valores y en efectivo (15). Es decir, las patas de efectivo y valores de toda operación se liquidarían de una en una (bruta) y en tiempo real (no obstante, se podría combinar con la liquidación bruta en lotes en ciertos momentos).

En la actualidad, y en lo que respecta a la liquidación de efectivo sobre el dinero del banco central, cada CDV tiene una interfaz única con su banco central nacional. Cada una de estas interfaces tiene unos términos, formatos, canales y frecuencia de intercambio de datos diferentes, requiriendo unas condiciones de mantenimiento y de desarrollo específicas. En particular, hay diferencias relativas a la forma en la que los Bancos Centrales confirman la disponibilidad de liquidez a las CDV. Por el momento, el Proyecto *TARGET 2* busca la armonización de las interfaces entre las CDV y *TARGET 2*, lo cual podría también beneficiar al modelo *E-ASSET*. Con el nuevo modelo *E-ASSET*, y gracias a *TARGET 2*, las comunicaciones necesarias con los bancos centrales, y por tanto con *TARGET 2*, se realizarían a través de la plataforma central *ESSP* y mediante una interfaz única de comunicación, lo que supondría beneficios en términos de simplicidad y costes.

Además, en la actualidad, los sistemas auxiliares, y entre ellos las CDV obligan a los participantes que operan en varios países a mantener una cuenta de efectivo con cada banco central nacional, lo que fragmenta la liquidez. Sin embargo, gracias a *TARGET 2*, se podrá superar esta limitación. Para la liquidación de efectivo en *TARGET 2*, los sistemas auxiliares podrán mantener una cuenta RTGS en el Módulo de Pago, lo que facilitará la gestión de la liquidez y la liquidación de las patas de efectivo de las operaciones con valores. En particular, los sistemas auxiliares podrán utilizar la denominada *liquidez dedicada*, que es la liquidez mantenida en una subcuenta específicas del Módulo de Pagos de la SSP con el fin de permitir la liquidación de los sistemas auxiliares. Así dicha, la liquidez estará reservada exclusivamente a facilitar la liquidación de efectivo de estos sistemas auxiliares. Durante el ciclo de liquidación, la *liquidez dedicada* será bloqueada y podrá, por tanto, ser usada para el procesamiento DVP en el SLV (16). Recordemos que sólo los participantes directos podrán tener esta clase de subcuentas. *TARGET 2*, por tanto, será un paso muy importante en la liquidación de las partes de efectivo de las operaciones con valores liquidadas en los SLV y, en nuestro caso, para el diseño y funcionamiento del modelo *E-ASSET*.

Otra cuestión importante para el futuro modelo, sería determinar si la liquidación del efectivo de una operación con valores debería realizarse conforme a un sistema *interconectado* (17) o *integrado* (18) (ECB, 2004a).



Recordemos que el Grupo Euroclear apuesta por establecer un sistema integrado en su futuro modelo de negocio. El nuevo modelo de Euroclear centralizaría el proceso de liquidación de valores y el proceso de liquidación de efectivo en la plataforma central y, para ello, se requeriría, entre otras cosas, que todos los bancos centrales siguieran los principios de un modelo de integrado y que «delegaran» al operador de la plataforma central la operativa o el funcionamiento técnico de los registros de efectivo de sus clientes. Como ventajas, el Grupo Euroclear expone que dicho modelo permitiría la liquidación conforme al principio de entrega contra pago, la simultaneidad de la liquidación de los valores y del efectivo, y la reducción de los flujos de comunicación entre el operador de liquidación y el banco central, pues no sería necesario comunicar cada operación en tiempo real a cada banco central implicado (es decir, no necesitará realinearse constantemente con TARGET o con TARGET 2 en el futuro).

Para asegurar la entrega contra pago y la firmeza simultánea de las patas de valores y efectivo de una operación (ventajas que señalaba el Grupo Euroclear sobre su modelo), no es indispensable contar con un modelo integrado, ni que los bancos centrales deleguen el funcionamiento técnico de los registros de efectivo a la plataforma central de liquidación, ya que, mediante un modelo interconectado, podría conseguirse igualmente la entrega contra pago. Lo que es indudable es que con un modelo interconectado sería necesario establecer flujos de comunicación continuos entre la plataforma central de liquidación de valores y el sistema de pagos. Esto, en el momento actual, podría entrañar un coste y una complejidad adicional. Pero, por un lado, la eficiencia en costes no es el único objetivo que debería primar a la hora de diseñar el futuro modelo de liquidación pan-europeo. Otros objetivos de igual valor deberían ser la transparencia y la seguridad. Por ello, habría que valorar hasta qué punto la mayor eficiencia de un sistema integrado se vería sobrepasada por las ventajas que, en términos de transparencia y seguridad, un modelo interconectado podría aportar.

Además, una plataforma consolidada que actúe conforme a un modelo integrado y que exija una delegación de la liquidación de efectivo de los bancos centrales podría entrañar un mayor riesgo de sistema, y podría suponer una mayor amenaza contra la estabilidad. Los sistemas de liquidación de valores son unas piezas claves para el buen funcionamiento de los mercados financieros, representan unos mecanismos potencialmente sistémicos cuyo funcionamiento tiene implicaciones sobre muchas de las funciones que el Eurosistema tiene legalmente encomendadas. El riesgo operativo que puede acumular la plataforma central ESSP y por tanto el operador de dicha plataforma y del sistema de red, es un riesgo muy elevado que debe ser minimizado y

eficazmente controlado. Exigir que los bancos centrales delegaran la liquidación del efectivo sobre dicha plataforma central podría incrementar aún más los riesgos potenciales que dicha plataforma encierra. Por tanto, dicha delegación de funciones de la banca central operaría en contra del interés general.

Por otro lado, es razonable pensar que el futuro desarrollo de la tecnología permitirá reducir algunos de estos mayores costes, y que las mejoras que se introducirán en la nueva generación de TARGET, como la interfaz única de comunicaciones, y las subcuentas específicas de TARGET 2 para la liquidación de las CDV y otros sistemas auxiliares, permitirán agilizar, simplificar y racionalizar la comunicación en tiempo real de estos sistemas de liquidación de valores y el proceso de liquidación de efectivo de los sistemas auxiliares. Por tanto, es de esperar que la sofisticación y las mejoras de TARGET 2 permitan reducir de forma considerable las ventajas de eficiencia de un modelo integrado sobre uno interconectado.

Por ello, en principio, el modelo *E-ASSET* se diseñaría como un modelo interconectado para la liquidación del efectivo, y no se exigiría que los bancos centrales tuvieran que «delegar» al operador de la plataforma única (*OESSI*) la operativa o el funcionamiento técnico de los registros de efectivo de sus clientes. La plataforma *E-ASSET* mantendrá unos registros simétricos (o cuentas reflejo) de las cuentas de valores de los clientes localizadas en su CDV local y mantendrá flujos de comunicación periódicos con el sistema TARGET 2 o con el banco comercial sobre el que se liquidarán las patas de efectivo. Cada CDV conectada retendría la responsabilidad legal y contractual en base a los acuerdos que mantuviera con su respectivo banco central.

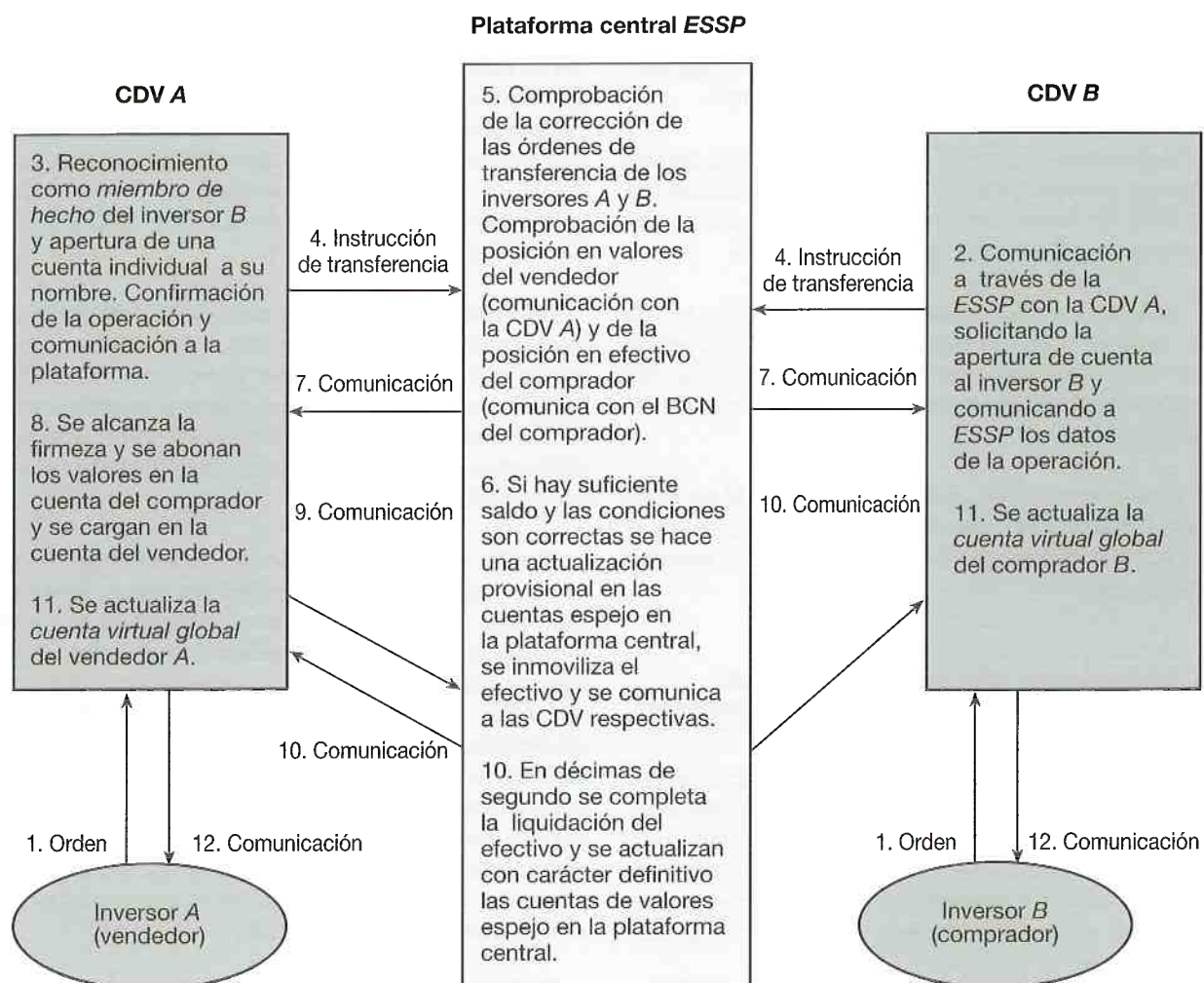
### **Proceso de liquidación en el modelo *E-ASSET***

Veamos como ocurriría el proceso de liquidación en el modelo *E-ASSET*. Supongamos que el inversor *B*, (miembro principal de la CDV *B*), decide comprar al inversor *A* (miembro principal de la CDV *A*), valores cuya CDV-emisor es la CDV *A*. Supongamos que es la primera vez que el inversor *B* invierte en valores registrados en la CDV *A*, y por tanto, no tiene reconocida la condición de *miembro de hecho* en esta última.

1. En tal caso, el inversor *B* y el inversor *A* darían las órdenes necesarias a sus respectivas CDV-inversor sobre la operación y sobre los detalles necesarios para la liquidación de la operación (identificación de la operación, importe, fecha, contrapartes, agente liquidador del efectivo, etcétera).

2. La CDV *B* del comprador, a través de la plataforma central ESSP, se pondría en contacto con la CDV *A*, comu-

GRÁFICO 6  
**PROCESO DE LIQUIDACIÓN**



Fuente: Elaboración propia.

nicándole que el inversor B es uno de sus *miembros principales* y, por tanto, cumple las condiciones de acceso armonizadas entre las CDV conectadas al sistema E-ASSET. La CDV B solicitaría que el inversor B fuera reconocido como *miembro de hecho* en la CDV A y que se le abriera una cuenta individual en dicha CDV A.

3. La CDV A atendería la petición de la CDV B.

4. Las CDV A y B trasladarían a la plataforma central las respectivas órdenes de transferencia dada por sus clientes, facilitándole además toda la información necesaria para que dicha liquidación pudiera ser completada con éxito.

5. Una vez comprobada la consistencia de las órdenes de transferencia enviadas por las CDV A y B, la plataforma central ESSP comprobaría la suficiencia de saldo de

valores en la cuenta de valores del vendedor (comunicándose con la CDV A) y del efectivo en la cuenta de efectivo del comprador en el Módulo de Pagos de TARGET 2 (comunicándose con el BCN del país del comprador A).

6. Si hay suficiente saldo en dichas cuentas, y si las condiciones comunicadas son correctas, se haría una actualización provisional en las *cuentas espejo* mantenidas en plataforma central para dichos miembros y se inmovilizaría el efectivo en la cuenta del comprador «B» en el módulo de pagos de TARGET 2.

7. A continuación, la plataforma central comunicaría a la CDV A la suficiencia de efectivo en la cuenta del comprador para liquidar la operación.

8. La CDV A abonaría los valores en la cuenta del comprador B en la CDV A y los cargaría en la cuenta de

valores del vendedor *A* también en dicha CDV (pues estas cuentas son las que registran la verdadera transferencia de la titularidad y, por lo tanto, constituyen el registro legal).

9. La CDV *A* comunicaría inmediatamente la liquidación de los valores a la plataforma central *ESSP*.

10. La plataforma central actualizaría el saldo de sus *cuentas de valores espejo* y completaría la liquidación del efectivo de forma simultánea. Además, comunicaría a las CDV *A* y *B* el buen fin de la operación.

11. La CDV *B* actualizaría el saldo de la cuenta virtual global mantenida en nombre del inversor *B*, incluyendo los valores *A* adquiridos por él y mantenidos en la CDV *A* (CDV-depósito). Además, la CDV *A* actualizaría su cuenta virtual global.

12. Finalmente, cada una de las CDV *A* y *B* se pondrían en contacto con sus respectivos inversores *A* y *B* para comunicarles la fecha y el buen fin de la liquidación efectuada.

## **IX. LA APORTACIÓN DE COLATERAL EN LAS OPERACIONES DE CRÉDITO DEL EUROSISTEMA**

Una de las principales ventajas del modelo *E-ASSET* se refiere a la aportación de valores en garantía. En efecto, el modelo permitirá que los inversores puedan aportar como garantía fácilmente, y de forma transparente y agregada (no fragmentada como hasta ahora), toda su cartera de valores, incluyendo valores domésticos y transfronterizos.

Como sabemos, gran parte del colateral que las entidades aportan se utiliza para respaldar las operaciones de crédito del Eurosistema. Para que los activos puedan utilizarse como garantía de estas operaciones es necesario que cumplan una serie de requisitos armonizados. En la actualidad, el Eurosistema distinguen dos categorías de activos elegibles, que conforman la *lista 1* y la *lista 2* (19). Ambas listas serán pronto reemplazadas por una *lista única* de activos elegibles como garantía.

Por otro lado, para el Eurosistema rige también el criterio de financiación por *país de origen*, basándose en el cual, las entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema y los participantes en TARGET sólo pueden obtener crédito del banco central nacional del país en el que están radicados (al que llamamos su banco central prestamista). Se permite además que las entidades de contrapartida en las operaciones de crédito del Eurosistema puedan aportar activos de garantía de forma transfronteriza, es decir, que puedan obtener fondos del banco central nacional

del Estado miembro en el que estén establecidas, haciendo uso de activos situados en otro Estado miembro. No obstante, dentro de esta política y, como norma general, no se admite que los bancos centrales nacionales prestamistas puedan utilizar como colateral valores directamente depositados en las CDV de otros países. A esto se le llama «prohibición al acceso remoto» por parte de los bancos centrales nacionales a las CDV de otro país, y tan sólo existen tres casos excepcionales en los que sí está permitido y que han sido autorizados individualmente por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (20).

Por tanto, para la aportación de garantías de forma transfronteriza las entidades pueden utilizar, o bien el modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC), por el cual un banco central mantiene colateral por cuenta de otro, o bien los enlaces entre los SLV de la zona euro que hayan sido considerados elegibles por el Eurosistema.

Si bien el MCBC fue diseñado con carácter provisional, a la espera de ser superado por otras iniciativas del mercado, hoy por hoy continúa siendo el mecanismo más utilizado para la aportación de garantías de forma transfronteriza. No obstante, y dadas las necesidades actuales, el MCBC ha empezado a presentar una serie de deficiencias, que han llevado recientemente al Eurosistema a tratar de reformarlo. Muchos opinan que no corresponde al Eurosistema acometer la costosa reforma de un MCBC que nació con carácter provisional, más aún cuando estaría desincentivando al sector privado a presentar nuevas alternativas en el futuro que lo pudieran reemplazar definitivamente.

El Modelo *E-ASSET* que aquí se propone conseguiría reemplazar definitivamente al MCBC para la aportación de garantías de forma transfronteriza a favor del Eurosistema.

Este modelo simplificaría enormemente el proceso, ya que un inversor que fuera una entidad de contrapartida en las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema podría aportar en una sola operación, gestionada a través de la plataforma central *ESSP*, todos los valores de su cartera que fueran elegibles frente al Eurosistema. Es decir, las entidades de contrapartida de los bancos centrales nacionales podrían utilizar su cartera de colateral y gestionarla de forma más simple, rápida y eficiente gracias a los servicios prestados por la plataforma central. Para ello, sería necesario cambiar la actual regulación y que el Consejo de Gobierno del BCE autorizara el acceso remoto de los bancos centrales nacionales prestamistas a las CDV de otros estados miembros cuando la infraestructura que gestionase dicha operativa (como en este caso, la plataforma compartida del modelo *E-ASSET*) actuara, a su juicio, en unas

condiciones adecuadas, en cuanto a la transparencia, eficiencia y seguridad, como para no representar un riesgo adicional para el SEBC. La plataforma central estaría participada y controlada por el Eurosistema, lo que supondría la garantía necesaria como para confiar en su adecuado funcionamiento. De esta manera, el SEBC estaría favoreciendo la integración de la industria, sin poner en peligro la estabilidad y sin distorsionar la competencia. Si el SEBC deniega este acceso remoto, no sólo obstaculizaría el proceso de integración, sino que además estaría favoreciendo la utilización del modelo de Euroenlaces frente a otras iniciativas.

En principio, cada banco central nacional debería seguir siendo el responsable de evaluar los valores en garantía registrados en el SLV de su país, y de la gestión de estas garantías, fueran depositadas a su favor o a favor de otro banco central. La plataforma central comprobaría que los valores que se aportan al Eurosistema son elegibles, recopilaría las valoraciones realizadas por los bancos centrales nacionales y transmitiría de forma puntual dichas valoraciones al banco central prestamista. Dichas valoraciones deberían también poder ser consultadas en cualquier momento por los bancos centrales nacionales.

Recordemos que todas las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema requieren activos de garantía proporcionados por las entidades de contrapartida, tanto mediante *la transferencia de la propiedad de los activos*, en el caso de las operaciones simples o de las cesiones temporales, como mediante *la constitución de prenda sobre los activos correspondientes*, en el caso de los préstamos garantizados. Veamos un ejemplo de cómo ocurriría la aportación de garantías mediante prenda:

Suponemos que el inversor A es una entidad de contrapartida frente al Eurosistema que por tanto, tiene que acceder a la financiación a través su propio banco central nacional A. Con el modelo E-ASSET, el inversor A comunicaría a su CDV-inversor A, su deseo de aportar como garantía de las operaciones de crédito del Eurosistema todos los valores elegibles de su cartera por valor de 155. La CDV-inversor A comunicaría a la plataforma central ESSP la orden del inversor A. La plataforma central comprobaría que dichos valores que desea aportar son elegibles y daría la orden a cada una de las CDV-depósito del inversor A, para que inmovilizaran los valores a favor del banco central prestamista. Cada uno de los bancos centrales nacionales comunicarán puntualmente a la plataforma central el valor de los activos de garantía del Eurosistema, información que se centralizaría en dicha plataforma. Posteriormente, comunicaría al banco central prestamista que los valores se han inmovilizado a su favor y le comunicaría la valoración de éstos. El operador de la plataforma respondería frente al Eurosistema de todo perjuicio que le pudiera ocasio-

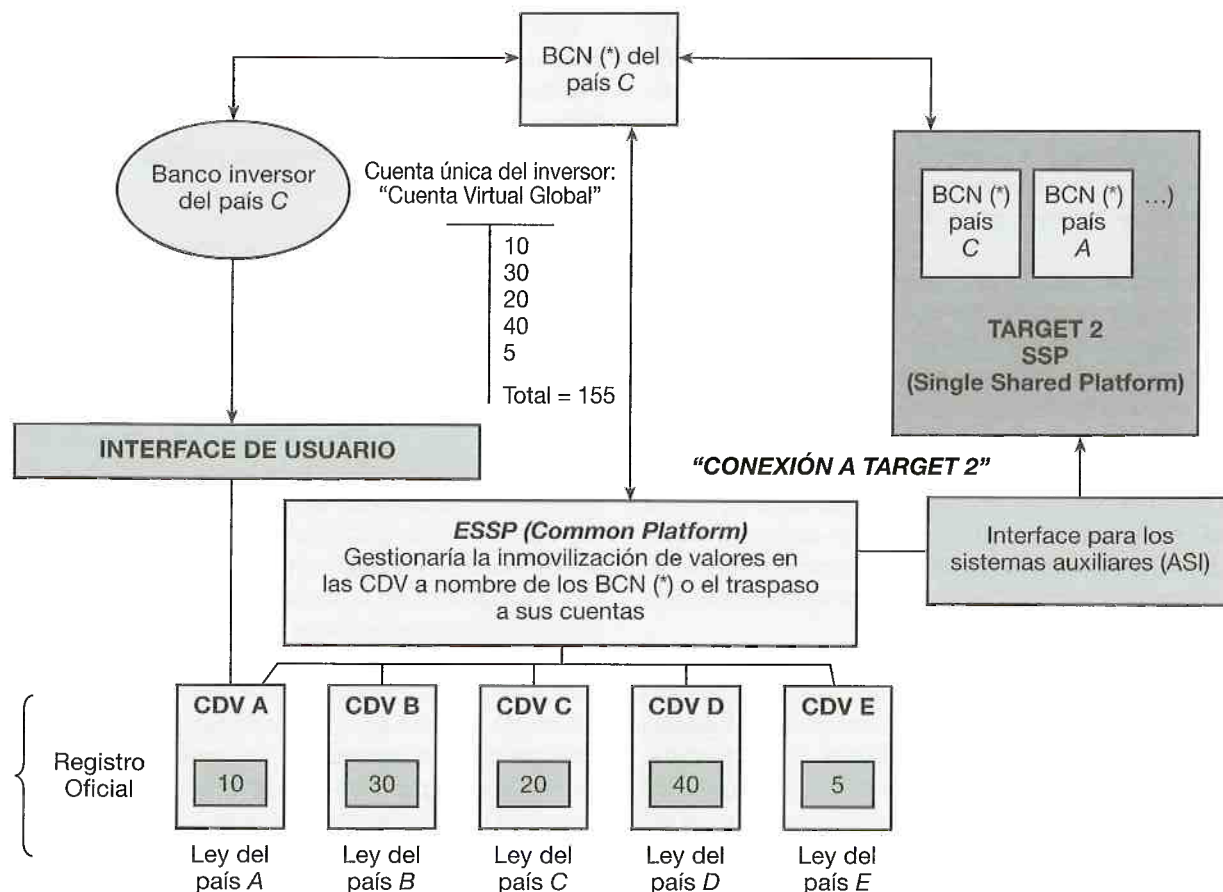
nar su inadecuada actuación. En caso de que la entidad A incumpliera su obligación frente al Eurosistema, estos valores pasarían a ser propiedad del banco central nacional que concedió el préstamo.

Por tanto, desde la plataforma ESSP podría gestionar la inmovilización de todos los valores elegibles, manteniéndolos pignorados en cada CDV-depósito a favor del banco central prestamista, y otorgando así una gran seguridad a las operaciones de política monetaria y de financiación intradía.

En el anterior ejemplo hemos reflejado el caso de que los valores fueran pignorados a favor del Eurosistema, pero estos también podrían haber sido transferidos mediante una operación *repo*. En tal caso, la opción más adecuada sería que cada banco central nacional tuviera abierta una cuenta de valores en la plataforma central ESSP, y que a su vez, el operador de la plataforma tuviera una cuenta abierta en cada CDV. Los valores del inversor C, depositados en la CDV A, B, C, y D, que deseara aportar como garantía en *repo* serían transferidos a las cuentas de la plataforma central en cada CDV y, a su vez, el operador de la plataforma central los transferiría a las cuentas respectivas de cada uno de los bancos centrales en la plataforma central ESSP. Aunque esta forma de actuación se expone como posible, la pignorcación de valores es una forma más sencilla, ágil y flexible de aportar valores como garantía. La pignorcación de los valores para las operaciones transfronterizas es una posibilidad que hoy existe en casi todos los países de la Unión Europea.

En definitiva, el modelo E-ASSET presenta una serie de ventajas relacionadas con la aportación de garantías. Por un lado, se reducirían los costes que, hoy por hoy, supone el MCBC para los bancos centrales nacionales. En la actualidad, en el MCBC, cada banco central nacional incurre en costes debido al mantenimiento de procedimientos de comunicación con cada uno de los otros bancos centrales y a que la infraestructura operativa para el funcionamiento del MCBC es replicada en cada banco central nacional. En el modelo propuesto, cada banco central nacional solo tendría que mantener procedimientos de comunicación con el operador central y no con los otros 25 bancos centrales nacionales de la UE, y además la estructura operativa necesaria para la aportación de las garantías se encontraría centralizada en la plataforma central. Estos menores costes para los bancos centrales nacionales, junto con las economías de escala que permitirían aprovechar la centralización, podrían ser repercutidos a los proveedores del colateral en forma de unas menores comisiones. Por otro lado, mientras en el MCBC tiene que realizarse de forma individualizada la aportación de valores de cada emisión, con este nuevo modelo se podría reducir considerablemente el número de transacciones operativas

GRÁFICO 7  
**APORTACIÓN DE VALORES COMO GARANTÍA**



(\*) BCN: Banco central nacional.  
 Fuente: Elaboración propia.

necesarias para garantizar las operaciones de crédito del SEBC. Otra serie de ineficiencias que en la actualidad rodean a la aportación del colateral (como es, por ejemplo, el hecho de que los proveedores del colateral tengan que pre-depositar dichas garantías (21), generándoles así un importante coste de oportunidad; o, por ejemplo, los distintos medios de comunicación y estándares con que los proveedores deben entrar en contacto con los distintos bancos centrales) no se vería solucionada inmediatamente por el establecimiento de dicho modelo, sino que dependerá de los esfuerzos que en este sentido realicen los bancos centrales.

#### X. VENTAJAS DEL MODELO E-ASSET

En conclusión, las ventajas del modelo E-ASSET que se han ido comentando a lo largo de este artículo, son considerables.

1) Mayor certidumbre legal sobre la legislación que se aplicará a los valores integrantes de una misma emisión.

2) Este modelo respetaría la libertad de elección del emisor y del inversor respecto a la CDV con la que operar. Elimina el poder de monopolio nacional de las CDV.

3) Promovería la competencia entre las CDV conectadas y, por tanto, estimularía la disminución de comisiones.

4) Se configuraría como un modelo neutral respecto al lugar de contratación, promoviendo la competencia entre las plataformas de negociación.

5) Permitiría centralizar gran cantidad de información en el operador de la plataforma central, lo que facilitaría las labores de supervisión de los miembros

y de vigilancia de las CDV, y la elaboración de estadísticas del sector.

6) Permite una mayor transparencia acerca de la Cartera de valores de cada inversor.

7) Facilitaría la aportación de garantías de forma transfronteriza y el uso óptimo de la liquidez por parte de las entidades participantes.

8) Se conseguiría un ahorro de costes gracias a inversiones compartidas por las CDV. Se aprovecharían en cierto grado de las economías de escala, externalidades de red y economías de alcance latentes en la industria. A su vez, con este modelo *E-ASSET* cada vez que una nueva CDV se conectara a la red aumentarían también los beneficios para cada una de las CDV ya conectadas, puesto que los clientes de la nueva CDV serían clientes potenciales para todas las demás. Es decir, iría aumentando el mercado potencial de cada central depositaria. Además, este modelo permitiría un ahorro de costes para los bancos centrales nacionales del Eurosistema con respecto a los costes que soportan con el actual modelo de corresponsalía entre bancos centrales.

9) Los miembros de las CDV se beneficiarían de todos estos ahorros en costes conseguidos y su operativa se vería abaratada y favorecida al disponer de un único punto de acceso a la red de liquidación transfronteriza de valores, es decir, al modelo *E-ASSET*.

10) Se trataría de un sistema sencillo y factible, dado el actual desarrollo de la tecnología.

11) Sería un modelo abierto a todas las CDV de la UE, e incluso a CDV internacionales.

12) Sería un modelo compatible con otras formas de integración. Además, contribuiría a una mayor armonización de las legislaciones nacionales, estándares técnicos y convenciones y prácticas de mercado.

13) Sería un modelo seguro, que contribuiría al mantenimiento de la estabilidad financiera y que aportaría confianza a los inversores sobre el buen funcionamiento de las infraestructuras de post-negociación.

Por todo lo expuesto, el modelo *E-ASSET* representaría un modelo idóneo para la Unión Europea desde el punto de vista tanto de la eficiencia como de la estabilidad financiera, puesto que: *a)* sería realista dada la compleja situación de partida en Europa; *b)* sería respetuoso con las líneas reguladoras que pretende la Comisión, y *c)* además, sería plenamente compatible con el papel que están llamados a desempeñar los bancos centrales y con el diseño de la futura generación de TARGET (TARGET 2).

## NOTAS

(1) Los valores pueden procesarse en forma de anotaciones en cuenta, bien porque se trata de valores físicos inmovilizados o porque pertenecen a una emisión desmaterializada en origen.

(2) No solo las CDV y los custodios ofrecieron medios para superar el problema de la fragmentación, sino que las propias CDV comenzaron establecer enlaces bilaterales entre ellas e incluso a permitir el acceso remoto a sus sistemas.

(3) A pesar de ser propiedad de Iberclear desde el 1 de abril de 2003, los programas informáticos de CADE estaban residiendo en el ordenador del Banco de España. La migración definitiva al ordenador de Iberclear se produjo en enero de 2005.

(4) Otros ejemplos están en Italia y en el Reino Unido, donde las CDV privadas (Monte Titoli y CREST respectivamente), absorbieron las funciones de liquidación de sus sistemas públicos (CAT en Italia, y CMO y CGO en el Reino Unido).

(5) Así lo muestra el hecho de que entre 1999 y 2004, y a pesar de los procesos de fusión, el número de CDV en los países del área euro solo haya disminuido de 23 a 18. Como el BCE ha reconocido, serían deseables mayores esfuerzos para fomentar la consolidación técnica de los sistemas.

(6) Por ejemplo, en España, donde las plataformas de negociación (las cuatro bolsas de valores, MEFF, AIAF, SENAF) y los sistemas de post-negociación se encuentran organizados bajo la misma compañía *holding*: Bolsas y Mercados Españoles S.A. (BME). En Alemania, la Bolsa de Valores (Deutsche Börse) posee el 100 por 100 de la CDV alemana (Clearstream Banking Frankfurt).

(7) En concreto, la Asociación Europea de Centrales Depositarias de Valores (ECSDA) ha propuesto un modelo descentralizado basado en la conexión bilateral entre cada dos centrales depositarias.

(8) *Hub and Spokes model*.

(9) El Foro Europeo de Valores —European Securities Forum (ESF)— es una empresa inglesa que representa a los principales bancos de inversión internacionales que operan en Europa. Su principal objetivo es la creación de un mercado de capital pan-europeo eficiente mediante la consolidación e integración de su infraestructura de valores, además de mediante una adecuada regulación. El 6 de Diciembre de 2000 el ESF publicó un documento sobre una ECC europea (EUROPEAN SECURITIES FORUM, 2000).

(10) Este informe fue elaborado por el Grupo Giovannini de la Comisión Europea en noviembre de 2001, e identificó 15 barreras a la liquidación transfronteriza, clasificándolas en tres grandes áreas: los obstáculos técnicos o ligados a las prácticas de mercado, los obstáculos fiscales y los obstáculos jurídicos (GIOVANNINI GROUP, 2001).

(11) En el modelo de Euroenlaces puro, si existieran  $n$  CDV en la UE sería necesario construir  $n(n-1)$  enlaces entre ellas. Crear esta estructura podría suponer una gran complejidad administrativa y regulatoria, podría resultar difícil de manejar sin fallos operativos y podría requerir enormes inversiones de los mercados locales para conseguir una liquidación sincronizada. Si se fueran a conectar 25 CDV sólo sería necesario crear 25 enlaces con la plataforma central, en contraposición con los 600 enlaces que serían necesarios en el modelo espagueti.

(12) (LANGA y ESTEBAN, 1995). Recordemos que el sistema TARGET comenzó siendo solamente un proyecto elaborado por un grupo de expertos de los bancos centrales europeos que pretendía implantar un mecanismo unificado de gestión de pagos dentro del área europea.

(13) La CDV-depósito también debería proveer los servicios necesarios para el mantenimiento de los valores en custodia.

(14) En una operación transfronteriza pueden verse involucrados hasta cuatro sistemas (la CDV del comprador, la CDV del vendedor y los agentes liquidadores de efectivo de ambos, sin contar con otros intermediarios que también pueden estar implicados), lo que complica de forma palpable el proceso de liquidación.

(15) Modelo llamado *DvP 1* según la clasificación del Banco Internacional de Liquidación.

(16) Entre dos ciclos de liquidación, la liquidez dedicada restante es publicada y puede ser ajustada manual o automáticamente.

(17) La liquidación firme del efectivo de una operación con valores tiene lugar en el entorno del banco central, sobre las cuentas de efectivo que estos tiene abiertas a las instituciones financieras. Este es el caso de España, Grecia, Italia, Holanda y Portugal.

(18) En el modelo integrado, las cuentas del banco central están operadas por el SLV basándose en un mandato dado por el banco central. El SLV puede operar directamente los apuntes y las entradas sobre estas cuentas del banco central nacional. En otras palabras, éste *alquila todas las actividades de procesamiento del efectivo al SLV*, que opera directamente por cuenta del banco central. Dicho de otra forma, el momento de la firmeza es determinado en la CDV. Éste es el caso de Francia.

(19) En la actualidad, y para mejorar el sistema de activos de garantía del Eurosistema, en mayo de 2004 el Consejo de Gobierno del BCE aprobó la introducción gradual de una «lista única» en el sistema de activos de garantía del Eurosistema, con el fin de reemplazar el sistema actual de dos listas de activos de garantía

(20) El Consejo de Gobierno del BCE ha autorizado hasta ahora el acceso remoto a una CDVI en tres escenarios específicos. Así, algunos bancos centrales mantienen eurobonos directamente en Euroclear Bank (siendo Euroclear Bank la CDV de origen de estos valores) como colateral para conceder crédito a sus participantes. Actualmente, solo tres bancos centrales nacionales (DNB en Holanda, NBB en Bélgica y CBFAI en Irlanda) están autorizados a usar una cuenta remota con la CDVI Euroclear Bank para sus operaciones de colateral.

(21) En la actualidad, cerca del 90 por 100 del colateral transferido a través de MCBC tienen que ser pre-depositado el día antes.

## BIBLIOGRAFÍA

ADAM MANAGEMENT CONSULTANCY LTD. (2002), *Blue Print for the Cross Border Equities Business: Central Securities Settlement Institution CSSI*, octubre.

CRUICKSHANK, Don (2001), «Clearing and settlement/The barrier to a pan-european capital market», *International Finance*: 321-333.

COMISIÓN EUROPEA (2004), «Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo: Compensación y Liquidación en la UE, el camino a seguir», abril: 12, Bruselas.

ECB (2004a), *The Use of Central Bank Money for Settling Securities Transactions*, mayo, Francfort.

— (2004b), *Communication on Clearing and Settlement - The Eurosystem's response*, July, pp. 1.

EUROCLEAR (1999), *The Hub and Spokes Clearance and Settlement Model*, mayo, Bruselas.

— (2003), *The Single Settlement Engine (2005) and subsequent Business Model deliverables*, junio, Bruselas.

EUROPEAN SECURITIES FORUM (2000), *ESF's Blueprint for a Single Pan-European Central Counterparty*, documentos ocasionales de la ESF, 6 de diciembre.

GIOVANNINI GROUP (2001), *Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, noviembre, Bruselas.

— (2003), *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, abril, Bruselas.

INTERNATIONAL SERVICES SECURITIES ASSOCIATION (ISSA) (2004), *Communication on Clearing and Settlement (COM 2004-312)*, septiembre: 2.

LANGA, J. L., y ESTEBAN VELASCO, J. (1995), «El Sistema de Pagos TARGET», *Boletín Económico de ICE*, n.º 2481, diciembre: 83-86.

NARVÁEZ, J. M. (2005), «Iberclear: El depositario central de valores en España», *Perspectivas de Sistema Financiero*, n.º 85, Madrid: 68.

# Avance de la integración financiera de la banca minorista en la Unión Europea

M.<sup>a</sup> Elisa Casanova Domènech  
Joan Rosàs Xicota

## I. INTRODUCCIÓN

---

A partir de la década de los noventa, la Unión Europea (UE) ha intensificado sus esfuerzos por crear un mercado financiero único que abarque la banca, los seguros y los mercados de valores. A pesar de que se han dado significativos pasos, el grado de integración no ha sido el mismo en los distintos sectores.

Respecto al sector bancario, la integración ha avanzado considerablemente en el ámbito mayorista, si bien se detecta la necesidad de mejorar la cooperación en materia de supervisión bancaria. En cambio, el ámbito minorista sigue fragmentado en mercados nacionales. Las empresas y los consumidores europeos se enfrentan aún a serias dificultades para acceder a los servicios de instituciones financieras establecidas en otros estados miembros. Pero hay algunas excepciones que adquieren cada vez una mayor relevancia dentro del sector financiero europeo, tal y como se verá a lo largo de este artículo.

La fragmentación de la banca minorista es resultado de diversos factores que impiden la plena integración de los mercados financieros *retail*, como son las diferentes características o particularidades intrínsecas de sus productos financieros, así como las cuestiones relativas a la protección del consumidor, la complejidad de los distintos sistemas fiscales y contables, la proliferación de autoridades reguladoras, las diferencias culturales y lingüísticas, etc. Como es natural, todos estos elementos frenan notablemente los avances hacia una plena integración en este sector de actividad.

Ante esta realidad, el presente artículo pretende analizar los avances logrados y los retos que hay que afrontar para la implantación de un mercado único de servicios financieros al por menor en la UE. Con este objetivo, el estudio se estructura en función de los siguientes

apartados. A esta introducción le sigue el apartado II, en el que se muestra la evolución de la acción política en la UE para apoyar el proceso de integración financiera, con especial atención al Plan de Acción para los Servicios Financieros (PASF). En el apartado III, se constata, con base en los principales estudios, la existencia de una relación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento económico. En el apartado IV, se analiza el grado de integración alcanzado, desde las perspectivas de la demanda y la oferta de servicios financieros y desde la óptica de los productos financieros *per se*. En el apartado V, se profundiza sobre las principales líneas de actuación para avanzar a favor del mercado único financiero, siguiendo las recomendaciones formuladas por el grupo de expertos en banca, creado por la Comisión Europea en 2003. En el último apartado, se presentan las conclusiones del artículo.

## II. MARCO REGULATORIO DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN LA UE

---

Desde la constitución de la Comunidad Económica Europea hasta la actualidad se ha ido configurando el sistema regulador europeo de los mercados financieros, con la finalidad de servir en el avance de la integración financiera europea. A continuación, se comentan, a grandes rasgos, los principales elementos de la regulación financiera comunitaria.

### 1. Los primeros pasos: el Tratado de Roma y el Acta Única Europea

---

El Tratado de Roma de 1957, por el que se instituye la Comunidad Económica Europea (CEE), estableció que la forma de integración económica entre los seis países fundadores sería la del mercado común, en el que la libre circulación de bienes, servicios, mano de obra y



capitales fuese una realidad. Por tanto, se planteó el gran reto de eliminar todos los obstáculos arancelarios y no arancelarios que limitasen dichas cuatro libertades fundamentales.

La gran dificultad de armonizar realidades tan distintas de país a país explicó los escasos avances en el desarrollo de un mercado europeo de servicios financieros. No fue hasta 1986, con el Acta Única Europea (AUE), cuando se dió un verdadero impulso en este ámbito. El AUE supuso una revisión del Tratado de Roma basada en casi 300 medidas legislativas (directivas) a adoptar antes del 31 de diciembre de 1992 para avanzar en el desarrollo del mercado interior.

Las ideas centrales del nuevo Tratado fueron: culminar el mercado interior, convirtiendo el territorio comunitario en un espacio sin obstáculos a las cuatro libertades fundamentales; consagrar la cohesión económica y social como uno de los pilares básicos de la construcción europea, y poner las raíces para la unión económica y monetaria.

Posteriormente, en la década de los noventa, la libre circulación de capitales, la introducción del euro y la globalización de los mercados provocaron una profunda transformación del sector financiero europeo. Esta situación fue considerada por las instituciones comunitarias como una excelente oportunidad para dotar a la UE de un sistema financiero moderno e integrado. Los objetivos a alcanzar fueron que los costes del capital y de la intermediación financiera se mantuvieran a niveles mínimos; que las empresas y los demás agentes económicos obtuvieran ventajas significativas de la Unión Económica y Monetaria (en términos de una mayor disponibilidad de fuentes de financiación a unos costes más competitivos), y que se estimulara la inversión y la creación de empleo dentro de la Unión Europea.

Como respuesta a este marco financiero cambiante, el Consejo Europeo de Cardiff de junio de 1998 invitó a la Comisión Europea a presentar un marco de acción para mejorar el mercado único de servicios financieros (Consejo Europeo de Cardiff, 1998, punto 17). Por ello, la Comisión publicó ese mismo año la comunicación *Servicios financieros: elaboración de un marco de acción*. En ella se indicaban diversos aspectos que requerían medidas urgentes para garantizar el pleno aprovechamiento de las ventajas derivadas de la moneda única y para conseguir un funcionamiento óptimo del mercado financiero europeo. Este documento puso de relieve la necesidad de actuar en cinco campos diferentes:

— Dotar a la UE de un dispositivo legislativo más claro y moderno, capaz de responder a los nuevos desafíos del entorno financiero internacional.

— Acabar con la fragmentación de los mercados de capitales para reducir el coste del capital en los mercados de la Unión Europea.

— Beneficiar a los consumidores y los prestadores de servicios financieros de las ventajas comerciales derivadas de un mercado único financiero.

— Fomentar una coordinación más estrecha entre las autoridades de supervisión y control para hacer frente a unos mercados financieros mucho más interrelacionados.

— Desarrollar una infraestructura integrada y eficiente de prestación de servicios a nivel paneuropeo, que sirva de base para las transacciones financieras al por menor y al por mayor.

El Consejo Europeo de Viena de diciembre de 1998 avanzó un paso más, al traducir estos principios en un Plan de Acción concreto y urgente (Consejo Europeo de Viena, 1998, punto 51). A tal efecto, en febrero de 1999, se creó un grupo de expertos, denominado Grupo de Política de Servicios Financieros —GPSF (1)—, con la tarea de asesorarla en la definición de las prioridades de actuación. El GPSF inició sus trabajos y presentó a la Comisión el Plan de Acción en cuestión, el cual fue objeto de debate y aprobación en el Consejo de ECOFIN de mayo de 1999. De este modo surgió el documento *Aplicación del marco de acción para los servicios financieros: Plan de acción*, también conocido como Plan de Acción para los servicios financieros.

## **2. El Plan de Acción para los servicios financieros (1999-2005)**

El Plan de Acción para un mercado financiero único propone prioridades orientativas y un calendario de medidas específicas encaminado a lograr tres objetivos estratégicos. El primero de ellos se refiere a la consecución de un mercado mayorista único para la totalidad de sus agentes: las sociedades emisoras de valores, los intermediarios financieros, los gestores de servicios de inversión y los inversores. El segundo objetivo se centra en el establecimiento de mercados minoristas abiertos y seguros. Respecto a dichos mercados *retail*, el Plan apuesta por facilitar a los consumidores los instrumentos y las garantías que necesitan para participar activamente en el mercado integrado, y por crear nuevos canales de distribución y tecnologías a distancia a escala europea. Por último, el tercer objetivo se refiere a la adopción de estructuras de supervisión adecuadas dentro de la UE. En este tema, se podría afirmar que el Plan abre la puerta al debate sobre la conveniencia de crear una autoridad supervisora única de ámbito comunitario.

Para lograr estos objetivos estratégicos, el PASF establece una serie de acciones clasificadas de acuerdo con un determinado nivel de prioridad. Respecto a *los mercados mayoristas*, se pone de manifiesto la necesidad de eliminar obstáculos legales y administrativos que frenen el desarrollo de un mercado financiero único integrado, impidiendo la financiación de las empresas de una manera más eficiente. En este ámbito, las acciones consideradas se refieren a los aspectos siguientes:

— *Instauración de un marco jurídico común para mercados integrados de valores mobiliarios e instrumentos derivados*. Se debe preparar el terreno para la prestación efectiva de servicios de inversión a escala transfronteriza. Esto implica, entre otros temas, la actualización de la directiva sobre los servicios de inversión, la aprobación de una directiva sobre las manipulaciones del mercado, así como la preparación de una comunicación que defina las normas de protección de los inversores informados y de los pequeños accionistas.

— *Supresión de las barreras que impiden reunir capitales a escala de la Unión*. La presencia de obstáculos nacionales a la oferta de valores mobiliarios en los mercados de otros estados miembros hace esta operación extremadamente costosa y frena las actividades paneuropeas. Resulta, pues, importante actualizar las directivas sobre las exigencias en materia de información y prospección en caso de oferta pública.

— *Evolución hacia un conjunto único de normas de información financiera para las sociedades cotizadas en Bolsa*. Es urgente encontrar medios que permitan a las sociedades reunir capitales en toda la Unión a través de la presentación de estados financieros preparados sobre la base de un único e idéntico bloque de obligaciones de información financiera. Las normas contables internacionales (IAS) parecen constituir la referencia más conveniente para elaborar un conjunto único de criterios de información financiera.

— *Creación de un marco jurídico coherente para los fondos de pensiones complementarias*. El desarrollo de los sistemas de jubilación por capitalización requiere la creación de un marco legal comunitario que permita a los fondos de pensiones complementarias operar en un contexto europeo sin limitaciones de carácter nacional. Con la introducción del euro, las normas de inversión de dichos fondos tendrían que adaptarse a un contexto paneuropeo, más allá de los mercados de capitales nacionales.

— *Instauración de la seguridad jurídica necesaria para apoyar las operaciones transfronterizas con títulos*. La aceptación mutua de las garantías transfronterizas es indispensable para la estabilidad del sistema financiero de la Unión y para la existencia de una estructura inte-

grada que regule las operaciones con títulos. Se necesitan, pues, medidas legislativas para realizar estos objetivos proponiendo, entre otros temas, una directiva sobre la utilización transfronteriza de las garantías.

— *Creación de un ambiente seguro y transparente para las reestructuraciones transfronterizas*. Todos los sectores de la economía europea, y el sector financiero en particular, atraviesan actualmente profundas reestructuraciones. La aprobación de la directiva sobre las ofertas públicas de adquisición y el estatuto de la Sociedad Europea debería garantizar la protección de los accionistas minoritarios y facilitar una homogeneización de las estructuras jurídicas de las sociedades en la Unión Europea.

Respecto a los *mercados minoristas*, el Plan de Acción considera fundamental trasladar a los pequeños inversores todas las ventajas que reporte un mercado financiero único. Pero numerosos obstáculos jurídicos, administrativos, lingüísticos, culturales y de muy diversa índole dificultan la prestación transfronteriza de servicios de este tipo (cuenta bancaria única, créditos hipotecarios, seguros, fondos de inversión, etc.). Se identifican las siguientes medidas de acción que podrían paliar esta situación:

— *Información y transparencia*. El consumidor debe disponer de una información clara y comprensible cuando invierte sus ahorros en otro país. Es necesario mejorar la información, la transparencia y la seguridad en el ámbito de la prestación transfronteriza de servicios financieros al por menor.

— *Procedimientos de recurso*. Es necesario establecer un sistema judicial y extrajudicial de resolución de litigios, que sea eficiente y transparente, para que aumenten considerablemente las operaciones transfronterizas.

— *Aplicación equilibrada de las normas de protección de los consumidores*. La existencia de un mismo nivel básico de protección jurídica en toda la UE contribuiría a aumentar la oferta de servicios financieros a escala europea.

— *Preparación de una actividad financiera minorista a través de medios electrónicos*. Una directiva europea sobre comercio electrónico favorecería el aumento de este tipo de comercio en Europa, y los usuarios se beneficiarían de una oferta de servicios financieros mucho mayor. En este sentido, el 8 de junio de 2000 fue aprobada la Directiva 2000/31/CE sobre el comercio electrónico en el mercado interior, dentro del contexto más amplio de los servicios de la sociedad de la información. Asimismo, y dentro de este ámbito, es de destacar la publicación, el 23 de septiembre de 2002,

de la Directiva 2002/65/CE relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros. El objetivo de esta disposición de rango europeo es facilitar, tanto para los consumidores como para las entidades bancarias, la distribución de productos financieros por parte de proveedores pertenecientes a otros estados miembros, con independencia de si mantienen o no filiales o sucursales en el mismo país de residencia del consumidor.

— *Corredores de seguros.* Las legislaciones nacionales prevén sistemas de garantía en favor de los consumidores en sus relaciones con los corredores de seguros, pero son muy diversas y siguen orientaciones muy diferentes, dificultando la prestación de servicios en el campo asegurador a escala europea.

— *Pagos transfronterizos de bajo importe.* El 19 de diciembre de 2001 se publicó el Reglamento (CE) número 2560/2001, que «establece reglas sobre los pagos transfronterizos en euros con el objeto de garantizar que las comisiones por dichos pagos sean las mismas que las de los pagos en euros efectuados en el interior de un Estado miembro» (art. 1). Esta norma define por pagos transfronterizos los pagos electrónicos, las transferencias y los cheques. El 1 de enero de 2006 comenzó la última fase de este reglamento, en la que se amplía el límite de dichos pagos de 12.500 euros hasta 50.000. Para que estos pagos estén cubiertos por la normativa mencionada, deben estar iniciados correctamente con todos los datos necesarios, tales como el nombre y el número de cuenta bancaria del beneficiario, y el código identificativo de la entidad financiera de destino.

Paralelamente, la creación de la cámara de compensación de ámbito europeo (EBA - European Banking Association), así como el sistema de procesamiento de pagos de bajo importe (denominado *STEP2*), integrado dentro de dicha cámara, contribuyen de modo efectivo a la puesta en práctica del referido reglamento. Ello ha permitido rebajar los costes implícitos en los pagos transfronterizos, reducir sustancialmente las comisiones aplicables a éstos y equiparar los pagos nacionales con los transfronterizos, en todas aquellas transferencias en euros dentro de la UE, cuyo importe sea inferior a los 50.000 euros y que cumplan con los requisitos antes señalados.

Dentro de este apartado de pagos transfronterizos, debemos referirnos, además, al proyecto de una nueva directiva de pagos que, en diciembre de 2005, fue presentada al Consejo y al Parlamento Europeo para su revisión y aprobación. Esta nueva directiva de pagos, que podría estar aprobada a principios de 2007, creará un marco regulatorio europeo que facilite la creación a partir de 2008 de un área única de pagos europea, llamada SEPA (Single Euro Payments Area).

En relación con el *refuerzo de las estructuras supervisoras*, el PASF destaca la necesidad de que un mercado único financiero vaya acompañado del desarrollo de unas estructuras de supervisión de ámbito europeo, capaces de mantener la estabilidad y la confianza en las autoridades supervisoras. Las medidas propuestas se refieren a:

— Disposiciones destinadas a hacer converger la legislación cautelar de los sectores bancario, asegurador y mobiliario hacia normas de calidad más exigentes, teniendo en cuenta los trabajos realizados por las estructuras existentes como el Comité de Basilea y el FESCO (Forum of European Securities Commissions).

— Trabajos sobre la vigilancia cautelar de los conglomerados financieros, que son entidades que ofrecen un abanico de servicios financieros en ámbitos como banca, seguros y valores mobiliarios. Al desarrollarse rápidamente estas estructuras, se hacen necesarias nuevas normas que se adapten a las realidades del mercado único de servicios financieros.

— Iniciativas destinadas a mejorar el diálogo y la cooperación intersectoriales entre las autoridades reguladoras y supervisoras sobre las cuestiones de interés común.

El Plan de Acción encargó a la Comisión Europea realizar, periódicamente, un seguimiento y una valoración de los avances alcanzados, mediante la elaboración de informes de seguimiento (*progress reports*), hasta conseguir la plena aplicación del PASF (2). Fue en el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000 cuando se acordó que el Plan debía ser acabado en 2005, reconociendo el papel central de unos mercados financieros eficientes para la competitividad europea a largo plazo y para el desarrollo de la nueva economía.

El énfasis se puso en facilitar el acceso de las empresas, especialmente pequeñas y medianas, a los mercados de capitales; eliminar las barreras para la inversión en fondos de pensiones; mejorar el funcionamiento de los mercados de deuda pública; mejorar la comparación de los estados financieros de las empresas; intensificar la cooperación entre los reguladores de los mercados financieros; avanzar en las propuestas sobre ofertas públicas de adquisición, reestructuración y saneamiento de las entidades de crédito y compañías de seguro, y garantizar, en particular, el funcionamiento de un mercado único de valores y capital riesgo en 2003, como muy tarde. Asimismo, se esperaban avances importantes en la regulación del comercio electrónico, el dinero electrónico y la venta a distancia de servicios financieros (Consejo Europeo de Lisboa, 2000, punto 21).

En julio de 2000, el ECOFIN consideró necesario formar un comité de expertos independientes (3) que asesorase a la Comisión Europea sobre cómo construir un mercado financiero integrado antes de finalizar el año 2005. Las principales tareas encomendadas al comité fueron analizar el estado de implantación de la regulación comunitaria sobre servicios financieros; estudiar la compatibilidad de la regulación vigente con los acontecimientos de los últimos años (fusiones, adquisiciones, alianzas entre bolsas, sistemas de contratación alternativos, etc.), y elaborar propuestas concretas para alcanzar un mercado único de valores de ámbito europeo. En definitiva, el Comité de Sabios tuvo el objetivo de buscar soluciones prácticas para poder avanzar en las áreas identificadas como prioritarias por el Plan de Acción.

El resultado final fue el denominado Informe Lamfalussy (4), presentado a principios de 2001. En él destacaron, entre otras, las propuestas destinadas a agilizar la adopción de las normas reguladoras de los servicios financieros con vistas a acelerar el cumplimiento del PASF. Éstas suponían ceder, en determinados casos, competencias del Parlamento Europeo y del Consejo a la Comisión y a los comités específicos de valores, creados por la Comisión Europea en junio de 2002: el Comité Europeo de Valores (CEV) y el Comité Europeo de Responsables de la Reglamentación de Valores (CERV). También incluyó propuestas para hacer más efectivo el sistema europeo de regulación referente a los mercados de valores (5).

El Consejo Europeo de Estocolmo, celebrado en marzo de 2001, expresó la voluntad de avanzar con la plena implantación del PASF y destacó la necesidad de emprender las reformas apuntadas por el Comité de Sabios. En este último sentido, se acordó que la nueva estructura reguladora, prevista en el Informe Lamfalussy, debería entrar en funcionamiento a principios de 2002 a más tardar, y que en 2004 debería llevarse a cabo un examen completo de la misma (6). Finalmente, el referido Consejo aprobó la puesta en práctica de las medidas clave para lograr un mercado integrado de valores a finales de 2003 (7) con la ayuda de los dos comités de valores propuestos (Consejo Europeo de Estocolmo, 2001, punto 19).

En octubre de 2003, la Comisión creó cuatro grupos de expertos de alto nivel para evaluar el estado de avance del PASF en la eliminación de las barreras normativas sobre la provisión de servicios, las transacciones financieras y la organización del negocio a nivel transfronterizo. Estos grupos de expertos se crearon en los ámbitos de la banca, los seguros, la gestión de activos y las transacciones de títulos, poniendo en marcha una evaluación profunda del estado de integración de los mercados financieros europeos. En mayo de 2004 fueron publicados los informes de estos grupos de expertos (8).

### 3. El Libro Blanco sobre la política para los servicios financieros (2005-2010)

A partir de dichos informes, la Comisión Europea abrió un período de consulta de cuatro meses con todas las partes interesadas. Fueron recibidas más de sesenta contribuciones de la industria, federaciones, organizaciones de consumidores y autoridades públicas. Además, la Comisión organizó, en junio de 2004, una conferencia de alto nivel sobre la integración financiera para discutir las recomendaciones de los grupos de expertos y las prioridades futuras (9).

Tras las recomendaciones de los grupos de expertos y las contribuciones recibidas durante el período de consulta (10), la Comisión publicó, en mayo de 2005, el *Libro Verde* sobre la política para los servicios financieros (2005-2010). Este documento consultivo presentó los puntos de vista preliminares de la Comisión sobre las prioridades para una mayor integración de los mercados financieros europeos, una vez ya finalizado el proceso legislativo del Plan de Acción. En ese momento, casi la totalidad de las normas necesarias establecidas en el PASF ya se habían acordado o estaban en proceso de ser introducidas. Asimismo, la estructura reguladora y de toma de decisiones europeas se había racionalizado como resultado del proceso de Lamfalussy.

El *Libro Verde* se centró, principalmente, en la aplicación de las normas existentes acordadas bajo el PASF, más que en la propuesta de nueva legislación. Así pues, se pretendió la consolidación de la integración financiera europea con el ánimo de que produjese beneficios reales y tangibles para los ciudadanos europeos. Se consideró que los consumidores debían acceder a productos financieros al por menor más baratos y seguros. Por eso, la Comisión exploró, en particular, las posibilidades para mejorar el acceso transfronterizo a los mercados financieros *retail* y de gestión de activos.

El debate público sobre el *Libro Verde* duró hasta el 1 de agosto de 2005. Además, las prioridades subrayadas fueron también analizadas en un intercambio público de opiniones, que tuvo lugar en Bruselas el 18 de julio de 2005 (11). En conjunto, se dio un gran soporte a las principales líneas recogidas en el *Libro Verde*. Como resultado final, en diciembre de 2005, la Comisión Europea determinó, bajo la forma de *Libro Blanco*, el programa político definitivo para el período 2005-2010.

Así pues, el *Libro Blanco* sobre la política para servicios financieros 2005-2010 define la estrategia de la Comisión para promover la integración financiera europea en el marco temporal 2005-2010. Aunque se ha progresado de manera importante hacia una integración financiera, como consecuencia de la completa realización del Plan de Acción (12), la Comisión analiza

nuevas vías para dar un paso adelante en la consolidación de los mercados financieros europeos, y así beneficiar a las empresas y a los consumidores, en tanto que usuarios de productos y servicios financieros dentro de la Unión Europea.

### **III. LOS BENEFICIOS DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN LA UE**

---

Se entiende por integración financiera el proceso mediante el cual los mercados financieros nacionales, inicialmente separados, entran gradualmente en competencia entre sí hasta alcanzar un mercado financiero único, caracterizado por una convergencia de precios, productos y eficiencia entre los oferentes de servicios financieros. Por consiguiente, el objetivo final de este proceso de integración es lograr un mercado financiero europeo competitivo y eficiente, en el que los servicios financieros y el capital circulen libremente al menor coste posible en toda la UE. Para ello, es necesario mantener un nivel adecuado de supervisión, además de estabilidad financiera y protección a los consumidores.

Las instituciones comunitarias están trabajando a favor de la integración financiera desde hace años, especialmente tras la aprobación del PASF, debido a los beneficios económicos que se espera obtener con el avance de dicho proceso. Se considera que unos mercados financieros integrados y dinámicos optimizarán la disponibilidad y la acumulación de capital, y mejorarán la eficiencia en la asignación de capital, sentando las bases para un mayor crecimiento económico y una mayor creación de empleo a largo plazo en toda la economía.

Por una parte, la integración financiera aumenta el grado de competencia entre los proveedores de servicios, consiguiendo reducir los costes de capital para los prestatarios e incrementar los rendimientos del capital para los inversores. Además, al favorecerse las transacciones transfronterizas, se ofrece un mayor abanico de productos financieros, que abren nuevas posibilidades de diversificar geográficamente el riesgo para los inversores. Todo ello favorece la acumulación del capital. Por otra parte, unos mercados más profundos y competitivos, con menores costes de transacción y mayores oportunidades de distribución del riesgo, conducen a una asignación más eficiente del capital. En consecuencia, los tres términos —integración, competencia y eficiencia— son los fundamentos teóricos de la relación causal existente entre el desarrollo de los sectores financieros y el crecimiento económico y el empleo.

Varios estudios han calculado los beneficios derivados de la integración financiera en la Unión Europea. Entre los más destacados, ya el informe Cecchini de 1988 estimó que la integración de los mercados finan-

cieros de ocho países miembros incrementaría el valor añadido de los servicios financieros en un 0,7 por 100 del PIB. Más recientemente, el estudio de London Economics (2002) hace una estimación de las ganancias estáticas de eficiencia que se generarían con una mayor integración de los mercados europeos de renta fija y bursátil. El estudio concluye que se conseguiría reducir los costes de capital que soportan las empresas en un 0,5 por 100 sobre el PIB y se intensificaría el crecimiento real anual de la economía europea hasta un 1,1 por 100. Por último, merece destacarse el estudio de Centre for Economic Policy Research (Giannetti *et al.*, 2002), que analiza la relación entre integración financiera y crecimiento económico desde un punto de vista microeconómico. El estudio concluye que, en un escenario en el que las empresas manufactureras europeas tuvieran el mismo acceso a la financiación que las empresas estadounidenses, el crecimiento del valor añadido de este sector en la UE se incrementaría entre un 0,74 y un 0,95 por 100 de forma constante en el tiempo.

En realidad, la cuantificación de los costes y los beneficios de la integración financiera es muy difícil de precisar debido a las limitaciones estadísticas y económicas que comportan este tipo de estimaciones, teniendo en cuenta, además, la necesidad de trabajar con muchas variables cuyo verdadero grado de correlación entre sí es difícil de determinar. Por consiguiente, los resultados alcanzados por estos estudios deben ser considerados como indicativos sobre los potenciales beneficios de la integración financiera europea.

Como es lógico, el grado de eficiencia del sector financiero tiene efectos sobre la actividad económica. No es de extrañar, pues, que los resultados alcanzados por los estudios mencionados confirmen el fuerte impacto de la integración financiera sobre el crecimiento económico en la UE. Recientemente, tanto el informe de Sapir (2004) como el de Kok (2004), han resaltado la importancia de completar el mercado único de los servicios financieros ante el crucial papel que éstos desempeñan tanto en la oferta como en la demanda, a nivel agregado, de las diferentes economías nacionales.

En conjunto, la legislación del PASF y el diseño de la actual política de servicios financieros se orientan a la consecución de la integración de los mercados europeos financieros, con el ánimo de que se traduzca en beneficios económicos y sociales para toda la Unión Europea.

### **IV. NIVEL DE INTEGRACIÓN EN LOS MERCADOS MINORISTAS**

---

La integración financiera ha experimentado una clara intensificación como consecuencia de las medidas que se han ido adoptando en el seno de la UE. Pero, a pesar

## CUADRO NÚM. 1

### MODELOS DE INTEGRACIÓN FINANCIERA RETAIL

#### *Estrategias para los prestadores de servicios*

- I. *Provisión transfronteriza basada en un establecimiento local:*
  - Filiales y/o sucursales operativas.
  - Propiedad de entidades locales (fusiones y adquisiciones).
  - Canales electrónicos de distribución.
- II. *Distribución transfronteriza a través de intermediarios locales.*
- III. *Distribución transfronteriza sin establecimientos ni intermediarios locales:*
  - Mediante canales de banca electrónica y por Internet: tarjetas de crédito/débito a través de cajeros automáticos, teléfono e Internet.

#### *Estrategias para los consumidores*

- I. *Compra del servicio local a un prestador extranjero* (quien cuenta con presencia física en el mercado).
- II. *Compra local de un servicio extranjero* (el prestador mantiene una presencia física en el mercado local).
- III. *Compra directa transfronteriza:*
  - Mediante diversos canales de distribución.
  - O la compra en otro Estado miembro.

de ello, persisten claras divergencias según el tipo de mercado. Aunque se han conseguido avances significativos, los mercados al por menor —es decir, de servicios financieros ofrecidos a los consumidores—, siguen estando profundamente fragmentados. Estos servicios se prestan principalmente en el ámbito nacional a través de establecimientos e intermediarios locales. En cambio, la opción basada en la distribución transfronteriza y la compra directa de los servicios apenas se utiliza actualmente en la Unión Europea.

En principio, la integración financiera y la provisión transfronteriza de servicios financieros pueden alcanzarse a través de diferentes canales de distribución. Así, el prestador del servicio puede escoger entre establecerse en más de un estado miembro y adaptar sus ofertas a los mercados locales o sólo distribuir sus servicios mediante intermediarios. Por su parte, el consumidor puede adquirir el servicio extranjero en su mercado local o puede comprarlo fuera de dicho mercado desplazándose a otro estado miembro. El cuadro núm. 1 da una visión general de estas diferentes posibilidades de integración financiera y de prestación *cross border* de servicios financieros.

Así pues, el proceso de integración depende de dos partes: los consumidores y los prestadores de servicios (el lado de la demanda y el de la oferta). Cada una de las partes responde a motivaciones propias y se halla, además, inmersa en una dinámica que difiere de la otra parte. De ahí que se tenga que analizar el grado de integración financiera *retail* desde la perspectiva de la demanda, por una parte, y desde la de la oferta, por otra. Por último, se debe matizar el avance en el grado de integración según los diferentes productos financieros de banca al detalle.

### 1. La perspectiva de la demanda

El consumidor no parece distinguir entre la compra de servicios nacionales y extranjeros cuando los prestadores extranjeros están también establecidos en el mercado local. En ambos casos, se aplican las mismas normas civiles y de protección al consumidor. Pero el hecho de que las principales entidades financieras locales dedicadas a la banca minorista dispongan, por lo general, de amplias redes de oficinas y de cajeros automáticos contribuye a que el consumidor se sienta más próximo y guarde una cierta lealtad hacia instituciones nacionales, lo cual limita las posibilidades de los prestadores extranjeros de competir con los nacionales.

Según los datos de la encuesta *Eurobarometer* de la Comisión Europea (2004a), sólo el 5 por 100 de los consumidores europeos ha adquirido, alguna vez, un servicio financiero procedente de otro estado miembro, incluyendo la posibilidad de comprarlo desplazándose a dicho país. Entre estos servicios, la apertura de cuentas corrientes y de ahorro y la contratación de tarjetas de débito y de crédito son servicios para extranjeros muy populares. Además, el estudio de OPTEM (2003), financiado por la Comisión Europea, concluye que, en gran medida, la adquisición de productos y servicios bancarios en otros países europeos responde, por una parte, al notable movimiento de trabajadores y estudiantes dentro de la UE y, por otra, a la posesión de una segunda vivienda en otro estado miembro. Esto sugiere que la proporción de consumidores que realmente adquieren servicios financieros transfronterizos puede situarse considerablemente por debajo del 5 por 100. En consecuencia, desde el punto de vista de la demanda, existe una clara inclinación,

dentro del hábito de compra de los consumidores, a favor de los productos bancarios que ofertan las entidades financieras locales.

Los motivos que llevan al consumidor a comprar servicios extranjeros directamente en otro estado miembro son más de tipo práctico que económico. No hay que olvidar, tampoco, que el sistema fiscal y legal de cada país de la Unión juega, a menudo, un papel determinante para el consumidor a la hora de decidirse, o no, por un servicio extranjero (13). A estos elementos, debemos añadir otros factores no menos importantes y que influyen inequívocamente en la decisión de los usuarios de servicios financieros. Nos referimos a la disparidad de idiomas dentro de la UE y a las dificultades que ello entraña. La ausencia de un idioma común tiende a fragmentar y a «localizar» los mercados nacionales, de modo que el consumidor, de hecho, no puede acceder fácilmente ni entender la información sobre los productos bancarios en otros estados. Por consiguiente, la falta de información en los idiomas propios de cada mercado nacional sobre los productos y los servicios que están disponibles en otros países representa una traba muy importante a la contratación transfronteriza de dichos servicios.

A pesar de lo anterior, la progresiva mayor aceptación de los nuevos canales de distribución electrónicos (tarjetas de crédito y/o débito, banca *on line* y banca telefónica) permiten prever un cambio en las pautas de la demanda. Esto indica que el servicio personal y el factor proximidad van teniendo paulatinamente una menor relevancia como factores de captación de nuevos clientes. En muchos de los estados miembros, especialmente en Dinamarca, Finlandia y Luxemburgo, aumenta notoriamente la proporción de usuarios por Internet de servicios financieros, mientras se reduce la densidad de sucursales bancarias (14). Las nuevas preferencias del consumidor, entre las que destaca la posibilidad de gestionar a tiempo real sus posiciones bancarias y su situación financiera, están generando, cada vez más, una mayor demanda de prestaciones bancarias *on line*.

Este escenario ofrece, en principio, mayores posibilidades de actuación a los proveedores de servicios financieros que pertenecen a un país europeo que no es el del usuario. Pero no es menos cierto que los bancos y las cajas de ahorros con fuertes redes de oficinas ofrecen, a su vez, toda la gama de productos y servicios financieros también a través de Internet, en lo que ha venido a denominarse como la estrategia de *clicks and bricks*. Esta dinámica limita fuertemente las posibilidades de éxito de las entidades extranjeras, cuya estrategia se basa en la provisión de servicios a distancia, ya que el consumidor no suele acudir a una entidad extranjera cuando la suya también le ofrece

todos los servicios a través de la banca telefónica o por Internet.

De todas maneras, es lógico pensar que este cambio en las pautas de consumo hacia una compra menos personalizada de servicios financieros, mediante el uso de canales de distribución electrónicos, va a favorecer una mayor integración financiera *retail* en los próximos años (15).

## 2. La perspectiva de la oferta

---

Hasta ahora, la provisión transfronteriza basada en un establecimiento local (especialmente a través de sucursales en el extranjero y/o bancos filiales en otros países) ha sido la principal vía de integración de servicios financieros al por menor. Es decir, los consumidores de los diferentes países europeos pueden acudir a oficinas bancarias de bancos extranjeros presentes en estos países, y tener a su disposición todo el abanico de servicios que esas entidades ofrecen a sus clientes.

Desde este punto de vista, y si se incorporan las actividades bancarias al por mayor, la penetración transfronteriza de bancos extranjeros en los mercados de la UE-15 ha representado, en promedio, un 16 por 100 de los activos totales (Schoenmaker y Oosterloo, 2005). Si nos limitáramos, no obstante, a considerar sólo las actividades de banca minorista, dicho porcentaje sería ostensiblemente inferior. Los autores del estudio cuantifican que podría ser del orden de entre el 3 y el 4 por 100.

Desde el lado del prestador del servicio, un motivo importante para expandir la actividad transfronteriza es el elevado nivel de consolidación existente en muchos mercados domésticos. A modo de ejemplo, en Bélgica, Holanda, Reino Unido y Suecia, las cuatro mayores entidades financieras representan alrededor del 70 por 100 del mercado de créditos y depósitos (16). Esta realidad impide que estos prestadores de servicios financieros puedan expandir aún más su cuota en el mercado local, tanto por la dificultad que comporta (desde el punto de vista comercial) ganar cuota de mercado a sus competidores como por las limitaciones implícitas en la normativa europea y en las disposiciones nacionales sobre defensa de la competencia.

Además, la voluntad de ofrecer servicios transfronterizos depende de la inversión que se necesite realizar para acceder a un mercado en particular. Las estrategias bancarias basadas en la prestación de servicios de banca minorista en otros países contemplan la apertura de sucursales operativas en el extranjero o el establecimiento de filiales bancarias en el exterior (bien a través de la creación *ex novo* de un banco, opción raramente escogida, o bien mediante la com-

pra de una entidad local ya existente). En cualquier caso, las inversiones necesarias que debe acometer la banca de particulares en el extranjero son muy considerables. Estas inversiones transfronterizas incluyen la contratación de plantillas locales y el mantenimiento de toda una compleja infraestructura operativa, que va desde los locales de las propias oficinas hasta los sistemas informáticos y los equipos humanos que constituyen los servicios centrales de la entidad (departamentos centrales de desarrollo de negocio, sistemas de información, *marketing*, contabilidad, gestión del riesgo, etcétera).

Asimismo, en todos los casos en que un banco decide desarrollar banca minorista en otro país (aunque sea dentro del marco comunitario), es preciso llevar a cabo una complicada labor de adaptación a las particularidades de ese mercado extranjero, tanto desde un punto de vista legal, fiscal y regulatorio como desde una óptica comercial y de prácticas del mercado. Incluso la venta a distancia de servicios financieros, especialmente a través de Internet (17), tiene que adaptarse a cada mercado nacional, y no sólo por razones idiomáticas, sino también por el marco legal específico (por ejemplo, los requisitos a cumplir para formalizar un contrato, las obligaciones de las partes derivadas de un contrato bancario, aspectos relativos al título de la propiedad, procesos de ejecución forzosa, etc.). Como resultado, las condiciones para poder prestar directa o indirectamente un servicio financiero *retail* no son completamente las mismas entre los mercados europeos debido a las diferentes normativas nacionales.

### 3. La perspectiva del producto

Según el *Financial Integration Monitor* de la Comisión Europea (2005 a y b), los principales productos financieros al por menor se pueden clasificar en las siguientes categorías: ahorro, crédito, inversión, pagos y seguros. A continuación, se analiza un ejemplo de varios productos muy significativos en banca minorista, con el ánimo de mostrar sus niveles de integración alcanzados con base en:

- 1) su disponibilidad en más de un país de la Unión Europea;
- 2) los canales de distribución a través de los cuales se comercializa el producto;
- 3) la convergencia de precios dentro de los distintos mercados nacionales.

Los productos financieros escogidos para este análisis son: la cuenta de ahorro, el crédito al consumo y el crédito hipotecario, los fondos de inversión y productos de inversión colectiva extranjeros *UCITS* (*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*) y los medios de pago, al estar todos ellos claramente arraigados en la sociedad europea. Los resultados alcanzados se resumen en el cuadro núm. 2.

En primer lugar y, según los resultados del *Eurobarometer* de la Comisión Europea, la cuenta de ahorro aparece como un producto financiero que ha alcanzado un

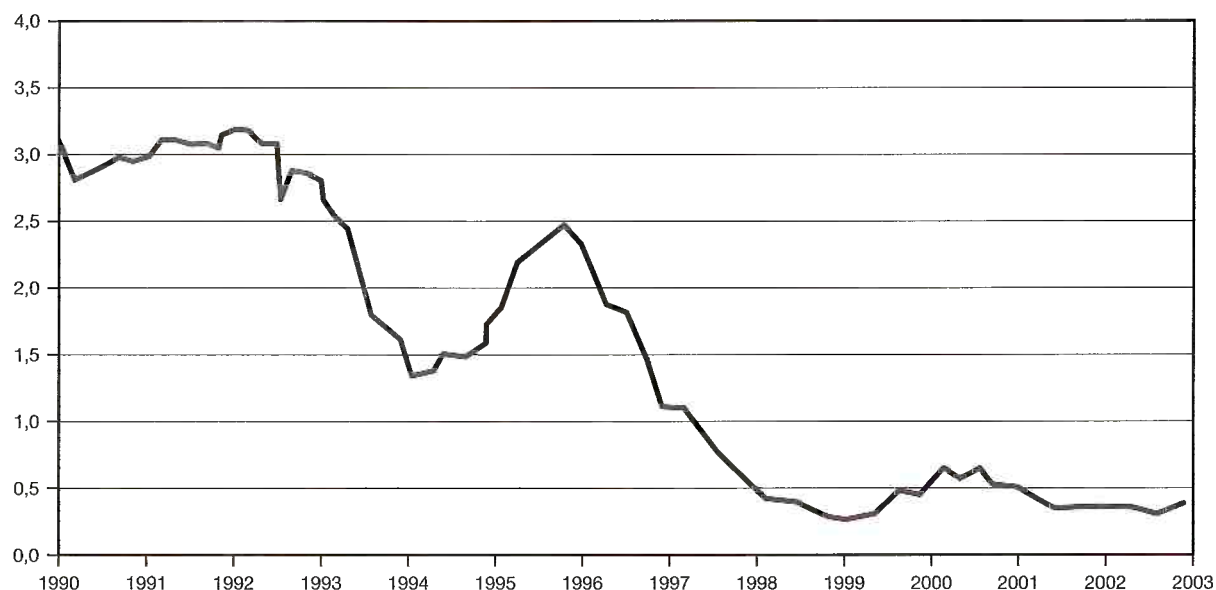
CUADRO NÚM. 2  
GRADO DE INTEGRACIÓN EN LOS PRODUCTOS FINANCIEROS SELECCIONADOS

PRODUCTOS	¿HAY ACTIVIDAD TRANSFRONTERIZA?	¿CUÁLES SON LOS PRINCIPALES CANALES DE DISTRIBUCIÓN?	¿HAY CONVERGENCIA DE PRECIOS?	¿CUÁL ES EL GRADO DE INTEGRACIÓN?
<b>Cuenta de ahorro</b>	Sí, hay cierta evidencia	Establecimiento local/intermediarios; teléfono, <i>on line</i> , cajeros automáticos	Sí, hay evidencia	<i>Bastantes signos</i> de integración
<b>Crédito al consumo</b>	No se da	No	No	<i>Sin signos</i> de integración
<b>Crédito hipotecario</b>	Sí, pero es escasa	Establecimiento local/intermediarios	Sí, hay evidencia	<i>Algunos/pocos signos</i> de integración (*)
<b>Fondo de inversión (UCITS)</b>	Sí, hay evidencia	Distribución a través de redes locales; <i>on line</i>	No	<i>Claros signos</i> de integración
<b>Medios de pago</b>	Sí, hay evidencia	Establecimiento local/intermediarios	Sí, hay evidencia	<i>Claros signos</i> de integración

(\*) *Crédito hipotecario: algunos signos de integración* en cuanto a la convergencia de las tasas de interés, y *pocos signos de integración* con respecto a la disponibilidad y la utilización de financiación hipotecaria de tipo transfronterizo.



GRÁFICO 1  
**CONVERGENCIA DE LOS MÁRGENES BANCARIOS EN LOS DEPÓSITOS  
 A PLAZO EN LA ZONA EURO**



Fuente: Banco Central Europeo.

considerable grado de integración, tal y como se evidencia por la convergencia (medida con base en la desviación estándar) de los tipos de interés y los márgenes bancarios en la zona del euro para este tipo de producto bancario (véase el gráfico 1).

La fuerte competencia en precios por los bancos electrónicos y nuevos competidores en el mercado, el aumento de la información disponible *on line* para el consumidor y el acceso a través de varios canales de distribución alternativos (cajeros automáticos, teléfono e Internet) explican que la cuenta de ahorro sea uno de los productos bancarios que esté a la cabeza del proceso de integración financiera al por menor.

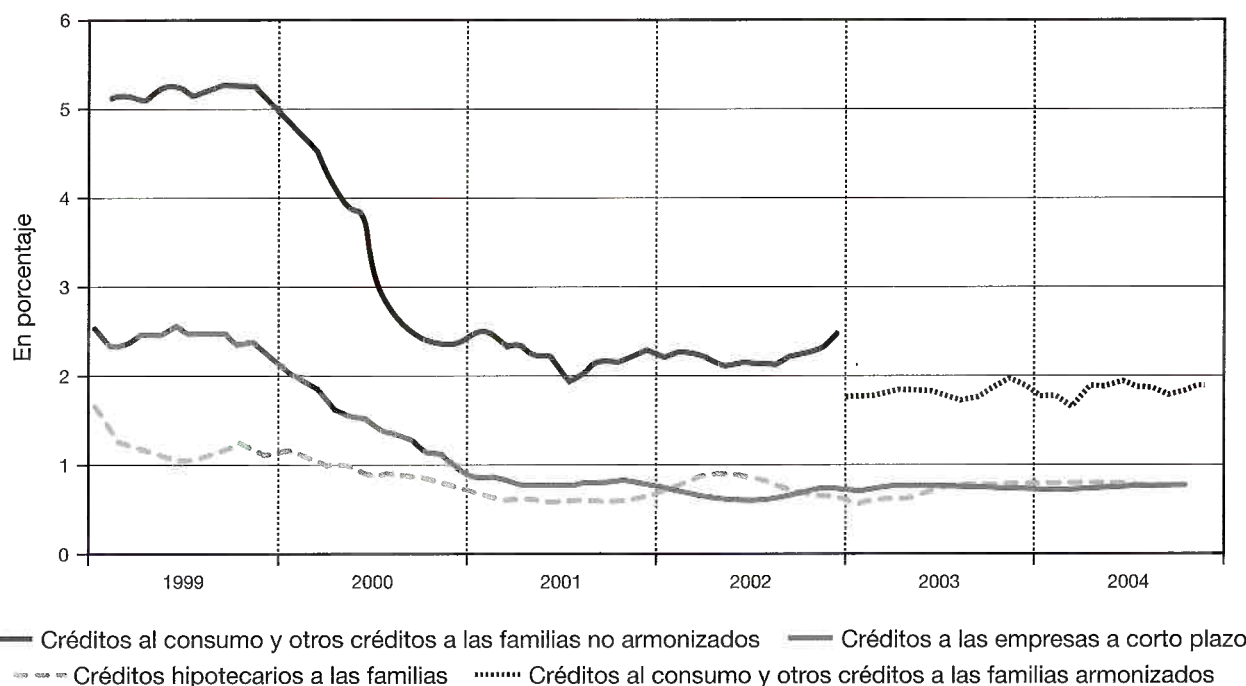
En segundo lugar, nos referimos al crédito al consumo. Esta modalidad de financiación es difícil de comparar entre los países por las considerables diferencias en las características del producto, la inmediatez en su concesión, la documentación exigida, las opciones de prepago o las condiciones mínimas exigidas (vinculación con el pago de nóminas, con saldos mínimos o con la adquisición de bienes específicos, etc.). Tras ajustar los tipos de interés, mediante una comparación transfronteriza de las tasas de interés aplicables a aquellas tipologías de crédito al consumo más homogéneas, el referido estudio de *Eurobarometer* concluye que no se detecta la existencia de una convergencia (18) significativa de precios en este producto bancario (véase el gráfico 2). Además, según las esti-

maciones de la Comisión Europea, tampoco hay evidencia de que se produzcan transacciones transfronterizas en la financiación al consumo.

El tercer producto analizado es el crédito hipotecario. Los mercados hipotecarios tienen un peso muy importante dentro de la economía europea. El saldo de los préstamos hipotecarios vivos representa más del 40 por 100 del PIB de la UE (Pereira y Rosàs, 2006). Precisamente por este motivo, la Comisión Europea considera como objetivo prioritario conseguir el mayor grado de integración posible dentro del mercado hipotecario europeo. En esta línea, la Comisión cree que una mayor consolidación de este mercado representaría un importante fortalecimiento de la integración de los mercados financieros europeos en general, en línea con los objetivos del PASF. Según el estudio elaborado por la London School of Economics (2005), bajo el encargo de la Comisión Europea, se podría alcanzar una mayor integración de los mercados hipotecarios con la adopción de medidas legislativas apropiadas, de modo que los costes y los beneficios combinados de dichas medidas tendrían un efecto positivo del 0,89 por 100 del PIB comunitario (94.600 millones de euros) en términos de valor actual neto.

Lo cierto es que los mercados hipotecarios presentan diferencias estructurales fundamentales que hacen muy difícil avanzar hacia unos mayores niveles de consolidación. En los diversos países europeos existen

GRÁFICO 2  
**CONVERGENCIA DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS CRÉDITOS  
 EN LA ZONA EURO**



Fuente: Eurostat. Estimaciones de la Comisión Europea.

profundas divergencias en el derecho civil que regula las hipotecas y los regímenes fiscales aplicables a éstas. A modo de ejemplo, la contratación de un préstamo hipotecario en España, Inglaterra o Alemania constituye un acto jurídico diferente en cada una de estas tres legislaciones nacionales, con implicaciones normativas distintas. Por otra parte, tampoco existe homogeneidad en cuanto a las normas sobre la protección del consumidor, la regulación de las bases de datos de créditos, los estándares de tasación, y los procedimientos de ejecución y de venta forzosa. Asimismo, el acceso a los registros de la propiedad, la transferibilidad de los préstamos y la vinculación de su garantía con la deuda principal son otros aspectos que se regulan de manera muy dispar dentro de la eurozona. También se observa una gran complejidad financiera implícita en los mercados hipotecarios europeos debido a la inexistencia de mercados secundarios líquidos y a las dificultades de acometer operaciones transfronterizas de titulización, segregación y agrupación (*pooling*) de hipotecas.

Todas estas disparidades, muchas de ellas de carácter estructural, contribuyen a configurar un entorno financiero difícil de armonizar, a pesar de encontrarnos dentro de un área económica común, con plena libertad de movimientos de capital y con una moneda única.

Sin embargo, y a pesar de la fragmentación de este mercado —en 2005, sólo el 3,5 por 100 de las hipotecas residenciales concedidas en la UE tuvieron el carácter de transfronterizas (19)—, la revista *The Banker* se hace eco de la encuesta *Eurobarometer* de la Comisión Europea, según la cual la convergencia de precios en los mercados hipotecarios europeos es mucho mayor que en otros productos financieros y, sorprendentemente, muy superior a la convergencia que presentan los mercados de crédito al consumo (20) —véase, de nuevo, el gráfico 2. Por consiguiente, podemos concluir que el crédito hipotecario presenta, por un lado, algunos signos de integración en lo relativo a la convergencia de las tasas de interés del producto, y por otro lado, pocos signos de integración respecto a la disponibilidad transfronteriza de financiación hipotecaria.

En cuarto lugar, la Comisión Europea ha estudiado los fondos de inversión colectiva extranjeros (*UCITS*). Los *UCITS* se refieren a instituciones de inversión colectiva sujetas a las directivas europeas 85/611/CEE, 2001/107/CE y 2001/108/CE, las cuales establecen las condiciones bajo las que un fondo domiciliado en un estado miembro puede ser comercializado en los demás. Así, se simplifican las normas aplicables a este tipo de fondos y aumenta la protección de los inversores.

Por tanto, los *UCITS* son una buena muestra de productos de inversión minorista que pueden ser comercializados sobre una base paneuropea, siempre que la constitución del fondo esté debidamente registrada en el país miembro y se cumpla la normativa europea señalada. Este marco regulador pretende conseguir un mercado transfronterizo para esta modalidad de fondos *retail* que facilite su distribución transversal dentro de la Unión Europea.

La referida encuesta citada por *The Banker* confirma que la integración de estos fondos a escala europea ha progresado significativamente en los últimos años. Estos fondos de inversión se están ofreciendo, cada vez más, a escala transfronteriza, y además, el número de notificaciones transfronterizas ha crecido alrededor de un 130 por 100 en el período 1998-2003 (21).

Sin embargo, el estudio indicado concluye que las economías de escala en este sector aún no han sido completamente explotadas. Uno de los factores que sigue limitando su expansión transfronteriza es el hecho de que su comercialización tiene lugar de forma local, mediante canales de distribución gestionados por entidades fundamentalmente implantadas en los mercados nacionales. Por eso, resulta difícil y costoso para los promotores de fondos extranjeros competir con entidades comercializadoras locales, muy arraigadas en sus respectivos mercados domésticos.

En resumen, pues, podemos afirmar que los fondos de inversión *UCITS* muestran claros signos de integración, en especial desde el punto de vista del producto en sí mismo. Es decir, los *UCITS* representan un ejemplo de producto de inversión complejo que puede ser fácilmente comercializado de manera paneuropea, sin trabas legales de carácter nacional, debido a la adecuación normativa llevada a cabo por las directivas europeas en cuestión. Pero no es menos cierto que la consolidación transfronteriza de este producto financiero tiene, sin duda, un largo recorrido, ya que su implantación en los mercados nacionales es aún muy escasa, a pesar de no presentar barreras intrínsecas que limiten su venta a escala europea.

Por último, cabe examinar el mercado de los medios de pago, en particular el que se refiere a los pagos transfronterizos inferiores a los 50.000 euros. Como ya hemos apuntado anteriormente, al tratar el marco regulatorio europeo, los pagos de bajo importe constituyen uno de los exponentes más claros de que la integración financiera europea ha logrado, en determinados casos, claros progresos y está avanzando con firmeza y determinación. El European Payments Council (EPC), que representa a la industria bancaria europea, aprobó, en su sesión plenaria de marzo de 2006, las normas y las especificaciones técnicas que deberán regir los débitos y los créditos electrónicos transfronterizos (22). Esta decisión del EPC, totalmente en consonancia

con la voluntad de la Comisión Europea, consiste en crear un área de pagos única de ámbito europeo (SEPA) a partir de 2008. En ese momento, esta área convivirá con los sistemas de pago nacionales, pero los acabará sustituyendo a finales de 2010 según la previsión actual. Salvando las distancias, se pretende establecer un mecanismo similar al de la introducción del euro en 1999, el cual coexistió con las monedas nacionales hasta mediados de 2002, fecha en que éstas dejaron de existir.

En definitiva, este análisis confirma que los mercados financieros *retail*, aunque están fragmentados en cuanto a la comercialización y la adquisición de múltiples e importantes productos y servicios financieros (créditos al consumo, seguros, créditos hipotecarios, tarjetas de crédito, financiaciones especiales: *leasing*, *renting*, etc.), presentan indudables signos de integración cuando se trata de otros productos financieros con unas características intrínsecas diferentes (depósitos bancarios, pagos transfronterizos y productos de inversión colectiva extranjeros). Por consiguiente, si bien estamos lejos de que los consumidores europeos puedan captar los beneficios completos derivados de una plena integración financiera en la UE, también es cierto que en otro grupo de servicios financieros el grado de integración está alcanzando niveles mucho más propios de un área económica común, con una misma moneda. Asimismo, la implantación progresiva de los nuevos canales de distribución (la denominada banca a distancia) está ampliando en gran medida la oferta financiera a disposición de los consumidores, con independencia del estado miembro en el que éstos residan. Ante esta realidad, todo hace pensar que los cambios en las pautas de consumo del ciudadano europeo también afectarán al sector financiero y provocarán progresivamente un aumento de la demanda transfronteriza de productos financieros (23).

## V. PERSPECTIVAS FUTURAS

---

En este apartado se analizan las principales cuestiones a resolver para avanzar hacia una mayor integración en el mercado europeo de servicios financieros al por menor en los próximos años. Para ello, se siguen las recomendaciones que estableció el grupo de expertos de alto nivel en el ámbito de la banca, el cual se creó con esta misión por la Comisión en 2003, tal y como ya se ha comentado.

### 1. Mejora de la cooperación europea en la supervisión del sistema financiero

---

A medida que avanza la integración financiera europea, surgen nuevos desafíos para los supervisores del sistema (24). A pesar de que la integración fortale-

ce la estabilidad financiera, también aumenta el potencial de efectos colaterales, por lo que la supervisión del riesgo transfronterizo está ganando importancia. Por ello, es esencial una efectiva cooperación entre los supervisores, tanto en el terreno diario como ante una posible crisis financiera, para proteger a los prestadores de servicios, dar confianza a los consumidores y asegurar la estabilidad del sistema financiero.

En la actualidad, las entidades financieras, en especial aquellas que están establecidas en varios países comunitarios, reclaman acuerdos europeos de supervisión transfronteriza que sean transparentes y eficientes, de modo que les supongan menores costes. Existe, pues, una especial preocupación por parte de los prestadores de servicios financieros por la ausencia de instrumentos equivalentes de supervisión entre los estados miembros de la Unión Europea.

Con la introducción de los requerimientos de un capital bancario mínimo, la licencia única y el control desde el país de origen sobre las sucursales situadas en otros estados miembros, se han dado pasos significativos hacia una mejor supervisión transfronteriza. No obstante, ante la mayor integración de los mercados financieros europeos, el mencionado grupo de expertos ha identificado tres áreas cruciales que requieren la atención de las instituciones comunitarias. Estas son: legislación, acuerdos de supervisión y convergencia de las prácticas de supervisión.

Respecto a la legislación, la forma en que la UE implemente el nuevo Acuerdo Basilea II (25), mediante una directiva europea, es el ejemplo más inmediato sobre cómo la legislación de la UE tiene un impacto directo sobre las instituciones reguladas. En esta línea, la propuesta (26) de Directiva sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito pretende asegurar que el capital de las instituciones financieras esté más en consonancia con los riesgos reales a los que éstas se enfrentan y, así, reforzar la estabilidad financiera, mejorar la protección del consumidor y promover la competitividad de la industria bancaria europea. El CEBS ha establecido un sistema, públicamente accesible, para controlar la aplicación de dicha Directiva en cada estado miembro con vistas a conseguir una mayor convergencia en la supervisión (27).

Respecto a los acuerdos de supervisión, la complejidad de las adecuaciones de capital requiere un replanteamiento de la forma en que se realiza la supervisión transfronteriza hoy en día. Esto se acentúa con la aparición de los conglomerados financieros. Ante esta realidad, el grupo de expertos considera que la aplicación de la legislación bancaria necesitará de una supervisión central (autoridad paneuropea) con responsabilidades y poderes bien definidos en un amplio abanico de áreas.

Éstas deberán incluir, como mínimo, las normas de prudencia, los modelos internos para los riesgos crediticio y operacional, los efectos de la diversificación dentro de un mismo grupo empresarial y las adecuaciones de capital a escala individual.

Por último, por lo que respecta a la convergencia en la supervisión, las provisiones normativas sobre la adecuación de capital necesitan ser transpuestas e implementadas en los 25 estados miembros y aplicadas, como mínimo, por las 25 autoridades de supervisión. Es evidente, entonces, el potencial para divergir y para que la aplicación a nivel paneuropeo entre en conflicto. Por eso, el grupo de expertos afirma que el mayor número de estados miembros y la complejidad de la legislación deben ir de la mano de un aumento de la convergencia de los estándares de supervisión. Ésta significa que las autoridades de supervisión deben alcanzar soluciones similares para cuestiones parecidas. Además, un mayor grado de homogenización debería permitir resolver, de forma transparente, cualquier problema de interpretación en las transposiciones nacionales (28). Se espera que el CEBS se centre en la convergencia de las prácticas de supervisión y que desempeñe un papel importante en la formación y ayuda en el ámbito de la supervisión en los nuevos países miembros de la Unión Europea.

## **2. La competencia como fuerza motriz de la integración**

---

La competencia transfronteriza a los prestadores nacionales de servicios financieros en un mercado único puede generarse a través de dos canales: las entidades financieras pueden optar por la presencia directa en los estados miembros, mediante la creación de sucursales y filiales, o bien pueden actuar como competidores sin una implantación directa, mediante la banca a distancia (banca electrónica, telefónica y por Internet). Según la opinión del grupo de expertos, ambos modelos de negocio son igualmente aceptables para lograr una mayor consolidación del mercado financiero europeo, por lo que la legislación no favorece particularmente a un modelo sobre el otro.

Hasta ahora, gran parte del trabajo realizado por la Comisión Europea se ha orientado hacia la armonización de los requisitos necesarios tanto para autorizar la prestación de un determinado servicio financiero como para interactuar con los consumidores. Sin embargo, los esfuerzos legislativos de ámbito comunitario llevados a cabo no son por sí solos suficientes para alcanzar un mercado único de servicios financieros. El grupo de expertos considera que se deben obtener más beneficios de la oportunidad de competir libremente en un mercado financiero minorista de carácter paneuropeo.

En este sentido, se hace del todo necesario: asegurar que el mercado de la UE funcione como un todo en el que los mercados nacionales formen parte de él y que estén abiertos a nuevos oferentes; promover un régimen de negocio atractivo en todos los estados miembros; dejar en manos de los proveedores de servicios la elección sobre qué prestar, bajo qué coste y a quién dirigirlo, y garantizar la promoción de la competencia entre los partícipes en el mercado financiero, en vez de proteger sectores en particular (por ejemplo, las bancos locales en detrimento de los extranjeros). La protección al consumidor es otro de los aspectos que deben ser, en todo momento, tenidos en cuenta.

La competencia fuerza a las empresas a mejorar la eficiencia económica y la competitividad. Además, un mercado financiero plural permite que el consumidor pueda elegir entre un amplio número de productos y servicios suministrados por una variedad de oferentes. Para que esto sea viable, en el mercado debe actuar una pluralidad de entidades prestadoras de servicios financieros que sean independientes entre sí, y que cada una de ellas esté sujeta a la presión competitiva generada por la actuación de las demás.

### **3. El enfoque de la cadena de valor *value-chain***

La integración vertical de las actividades que componen la cadena de valor de los productos financieros (producción, venta, gestión y administración) constituye el origen de sinergias, y genera economías tanto de escala como de masa que sirven de base para crear estrechos vínculos operativos entre distintos mercados financieros de ámbito local. El hecho de que diferentes oferentes de productos financieros, establecidos en uno o más mercados nacionales, compartan un centro operativo que presta servicio a todos ellos genera claras sinergias, favoreciendo, sin duda alguna, la integración financiera desde el lado de la oferta.

La constitución de «centros de excelencia» especializados tanto en las actividades de *back office* (mantenimiento de plataformas y aplicaciones informáticas, procesos de datos, administración, contabilizaciones, gestión de incidencias, atención al cliente, *call centers*, etcétera) como en las funciones de *middle* y *front office*, tales como *marketing*, comercialización, distribución de productos, control de calidad y diseño de nuevos servicios, conlleva lo que se conoce como integración *downstream* de funciones (desde arriba hacia abajo). Una vez lograda esta integración funcional, un mismo «centro de excelencia» puede actuar como proveedor transfronterizo de todas o parte de las funciones señaladas, las cuales integran la cadena de valor de uno o varios productos financieros. Es en ese momento cuando, además de producirse esa integra-

ción vertical inicial (*downstream*), se puede fácilmente generar una integración horizontal (*cross-border*), en el sentido de que entidades financieras de varios países mantienen una infraestructura operativa compartida y emplazada en un tercer país.

En consonancia con lo anterior, el grupo de expertos identificó la gestión de la cadena de valor de los servicios financieros como otro campo al que la Comisión Europea debería dedicar esfuerzos para facilitar una consolidación transfronteriza de dichas funciones, debido a los efectos positivos que estas prácticas a escala panuropea pueden tener sobre la integración de los mercados bancarios minoristas dentro de la Unión Europea.

## **VI. CONCLUSIONES**

A continuación se recogen las conclusiones más relevantes derivadas del estudio realizado y centradas en la integración de los mercados bancarios minoristas en la Unión Europea.

**1.ª** La integración del sector bancario europeo a raíz del Plan de Acción para los Servicios Financieros ha avanzado de manera muy diferente según se trate del mercado financiero mayorista o bien del minorista. Los mercados financieros europeos al por mayor han logrado un nivel de integración muy elevado, propio de un área económica común, con plena libertad de movimientos de capital y con una moneda común. Los mercados bancarios al por menor, por el contrario, presentan una acusada fragmentación en mercados nacionales, si bien es cierto que algunos productos bancarios (cuentas corrientes y de ahorro, pagos de bajo importe y fondos de inversión colectiva extranjeros - *UCITS*) han experimentado avances significativos hacia una mayor integración transfronteriza del mercado financiero *retail* europeo.

**2.ª** La fragmentación que caracteriza a los mercados minoristas se debe fundamentalmente a dos obstáculos que dificultan una integración paneuropea de los productos bancarios de banca al detalle. Por una parte, destacamos la existencia de barreras de carácter estructural (*structural barriers*) relativas a las características intrínsecas de este tipo de servicios financieros al por menor, en los que el «factor local» puede ser decisivo a la hora de seleccionar el proveedor de un producto financiero. Las diferencias culturales y lingüísticas, los hábitos de los ciudadanos, el lugar en que se halla ubicado el bien raíz que se financia y/o se hipoteca, la historia y los lazos de una entidad financiera con una determinada área geográfica y la accesibilidad de muchos productos bancarios que van muy ligados a una actividad económica y/o familiar (medios de pago, seguros, arren-

damientos financieros, etc.) son algunos ejemplos de estos factores que frenan una mayor integración de las actividades bancarias al detalle. Por otra parte, existen además lo que denominamos barreras de carácter jurídico-estatales (*policy-induced barriers*). Estas últimas se refieren a las diferencias tan importantes que se advierten entre los países de la UE relativas a los regímenes jurídicos y la regulación legal de los productos bancarios minoristas, la pluralidad de sistemas fiscales y contables, la falta de homogeneidad en la normativa de protección al consumidor y las disparidades de requisitos sobre el acceso a los registros de la propiedad, los procesos de ejecución o la transferibilidad de derechos y garantías, por citar algunos ejemplos. Como es lógico, la confluencia de estos dos tipos de trabas configura un entorno financiero al por menor difícil de armonizar, tanto por razones estructurales como por la convivencia en un mismo mercado de regímenes jurídico-institucionales heterogéneos.

3.<sup>a</sup> A pesar de las barreras señaladas en el punto anterior, el grado de integración dentro de los mercados bancarios *retail* difiere mucho en función del servicio financiero de que se trate y según la influencia que, en cada caso, ejerza el referido «factor local». Así pues, se observan productos bancarios: 1) con claros signos de integración, tales como los pagos transfronterizos hasta 50.000 euros, las cuentas corrientes y de ahorro, y los fondos de inversión colectiva extranjeros; 2) con algunos indicios de integración, como sucede con el mercado hipotecario y las tarjetas financieras, y por último, 3) productos financieros que no presentan indicios de integración, como es el caso de la financiación al consumo, los seguros de vida y las financiaciones especiales, por ejemplo el *renting* y el *leasing*.

4.<sup>a</sup> En el proceso de integración de la banca minorista a escala europea intervienen dos partes: los usuarios (los clientes que demandan los servicios financieros) y los oferentes (las entidades que los prestan). Ambas partes responden a motivaciones propias y están inmersas en dinámicas distintas. Desde el punto de vista de los usuarios, el citado «componente local» adquiere una especial relevancia en el sentido de minimizar la demanda de productos y servicios financieros de entidades extranjeras que no estén establecidas en el país del usuario. Esta circunstancia, por sí sola, contribuye a configurar un mercado financiero único en el que la demanda transfronteriza de productos bancarios por parte de particulares es muy baja o casi inexistente, salvo excepciones que a menudo están relacionadas con la adquisición de segundas residencias en otros países de la UE, o bien con profesionales o estudiantes europeos que se desplazan a otro país comunitario para trabajar o cursar estudios. Si a esta situación, añadimos además los efectos disgregadores de las barreras jurídico-estatales ya explicadas (*policy-induced barriers*), llegamos a la

conclusión de que la fragmentación de este mercado al por menor refleja en gran medida la existencia de una «realidad europea» también fragmentada desde el punto de vista social, económico y jurídico. Ello, en cambio, no sucede en los mercados financieros al por mayor, los cuales se caracterizan por una integración plena, o casi plena, en muchos de sus instrumentos financieros (por ejemplo, los mercados de cambios, deuda, bonos, depósitos bancarios y derivados).

5.<sup>a</sup> En cuanto al lado de la oferta, las instituciones financieras disponen fundamentalmente de dos opciones para ofertar sus productos y servicios en otros países comunitarios. Por un lado, los bancos pueden optar por implantarse en otros mercados europeos a través de sucursales en el extranjero, bancos filiales o, en menor medida, mediante la utilización de intermediarios locales. En este caso, los consumidores en los diferentes países europeos acuden a las oficinas bancarias presentes en sus mercados locales con independencia de cuál sea el país de origen de las mismas, y acceden a todo el abanico de productos y servicios que esa entidad ofrece a sus clientes en dicho mercado. Por otro lado, los oferentes de productos bancarios también tienen la opción de recurrir a la banca *on line* y desarrollar una estrategia transfronteriza que tenga por objetivo cubrir uno o varios mercados extranjeros sin necesidad de contar con una presencia física en ellos. Ambos modelos son igualmente válidos para lograr un mayor grado de consolidación del mercado financiero europeo minorista, pero cada uno ellos se enfrenta, a su vez, a dificultades intrínsecas vinculadas a la propia actividad bancaria.

Así pues, la primera alternativa expuesta, la de implantarse en otro país, tiene unos costes muy elevados (de inversión y en infraestructura) que desincentivan a los proveedores de servicios financieros a plantearse este tipo de estrategia, porque para rentabilizar las inversiones realizadas se requieren unos volúmenes de actividad y una masa crítica difícil de lograr, amén de la necesaria adaptación a los mercados locales tanto desde el punto de vista legal, fiscal y regulatorio como desde una óptica comercial y de las prácticas del mercado. La segunda opción que hemos descrito, los canales de distribución electrónicos (la banca telefónica y la banca por Internet) permiten acceder a otros mercados sin tener que acometer las fuertes inversiones que exige una presencia física. Sin embargo, estos bancos «virtuales» deben hacer frente a la competencia de las entidades establecidas en dichos mercados, las cuales no sólo cuentan con amplias redes de oficinas, sino que además ofrecen toda su gama de productos y servicios a través de su banca a distancia. Esta estrategia dual (conocida como *clicks & bricks*) limita considerablemente las posibilidades de aquellas instituciones, extranjeras o locales, que sólo ofrecen servicios *on line*.

6.<sup>a</sup> A pesar del fuerte arraigo de las entidades financieras implantadas en un mercado, la progresiva mayor aceptación de las nuevas tecnologías y de la banca a distancia hacen prever un cambio gradual en las pautas de la demanda. Emerge, por consiguiente, una tendencia hacia una compra de servicios financieros menos personalizada, basada en un concepto de banca que facilite al cliente la gestión a tiempo real de sus posiciones bancarias y de su situación financiera. En este modelo bancario, el servicio personal y el factor de proximidad física tendrán, con el tiempo, una menor relevancia de la que tienen hoy en día. En consecuencia, este nuevo contexto que se está conformando va a favorecer una mayor integración transfronteriza de la banca *retail* en Europa.

7.<sup>a</sup> Desde la perspectiva de los organismos reguladores, la mejora de la cooperación europea en la supervisión del sistema financiero también tendrá efectos positivos en la integración de los mercados financieros al por menor. En este sentido, se han identificado dos áreas de especial relevancia por sus efectos sobre la prestación transfronteriza de servicios financieros. En primer lugar, cabe resaltar la importancia que tendrá la futura Directiva europea sobre la implantación a nivel comunitario de las normas de capital de Basilea II. En segundo lugar, la complejidad de las adecuaciones de capital en los distintos países europeos también requerirá de nuevos planteamientos que faciliten una supervisión transfronteriza efectiva y que garanticen iguales estándares de supervisión en toda la UE, de modo que se alcancen soluciones similares para cuestiones parecidas. Además, cualquier problema de interpretación en las transposiciones nacionales debe resolverse de manera homogénea y con toda transparencia.

## NOTAS

(1) Compuesto por representantes personales de los ministros de Economía y Hacienda y del Banco Central Europeo, y presidido por la Comisión.

(2) Diez informes han sido elaborados y están disponibles en la web de la Comisión: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/actionplan/index\\_en.htm#actionplan](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm#actionplan).

(3) Este Comité de Sabios estuvo formado por: Alexandre Lamfalussy (presidente), Cornelius Herkströter, Luis Ángel Rojo, Bengt Ryden, Luigi Spaventa, Nibert Walter y Nigel Wicks.

(4) Informe final del Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios, Bruselas, 15 de febrero de 2001. Puede encontrarse en la web de la Comisión: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/lamfalussy/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm).

(5) En la reforma del procedimiento legislativo se distinguen cuatro niveles:

— *Nivel 1. Principios marco*: la legislación se basa en los principios marco decididos por el procedimiento legislativo de codecisión (propuesta de la Comisión al Consejo de Ministros y al Parlamento para la toma de una decisión conjunta).

— *Nivel 2. Toma de medidas de aplicación de los principios marco del nivel 1*: la Comisión Europea solicita un informe sobre los aspectos técnicos al CERV y, después, elabora una propuesta que eleva al CEV. Este último comité vota la propuesta que eleva al Parlamento Europeo, tras cuyo trámite vuelve a la Comisión para su adopción.

— *Nivel 3. Cooperación reforzada*: a este nivel se requiere la cooperación reforzada y la relación con las autoridades reguladoras nacionales para asegurar la transposición consistente de la legislación de los niveles 1 y 2.

— *Nivel 4. Cumplimiento de las normas*: refuerzo de los mecanismos por parte de la Comisión Europea para obligar al cumplimiento de la ley comunitaria.

(6) Tal y como se acordó, la revisión completa del nuevo procedimiento legislativo se realizó en el plazo estipulado y se plasmó en el documento de la Comisión SEC (2004) 1459.

(7) A pesar de que no se consiguió el funcionamiento de un mercado único de valores en la UE en dicha fecha, se logró que el sector del capital riesgo fuera mucho más amplio, maduro y profesional (COM (2003) 654).

(8) El texto completo de estos informes se puede descargar desde la siguiente web: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/policy/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/policy/index_en.htm).

(9) Los resultados logrados en la conferencia pueden verse en la web: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/policy/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/policy/index_en.htm).

(10) Además de iniciativas paralelas, como el informe sobre integración financiera del Comité de Servicios Financieros de la UE y el informe del Comité de Asuntos Monetarios y Económicos del Parlamento Europeo sobre el estado actual de integración de los mercados financieros (referencia A6-0087/2005).

(11) El resumen de estas discusiones está disponible en: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/docs/actionplan/infosession/results\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/docs/actionplan/infosession/results_en.pdf).

(12) Según el documento de trabajo de la Comisión SEC (2006) 17, 41 de las 42 medidas del Plan de Acción habían sido aprobadas en el momento de finalizar su plazo de aplicación a finales de 2005. Solamente quedó pendiente de aprobación la 14.<sup>a</sup> Directiva sobre la transferencia transfronteriza a otro Estado miembro de oficinas registradas de compañías (*14<sup>th</sup> Company Law Directive on the Cross-Border Transfer of Registered Office*), que aún no ha sido adoptada en la actualidad.

(13) Por ejemplo, las diferencias en los sistemas impositivos y de requerimientos de información entre los estados miembros pueden ofrecer incentivos para las compras transfronterizas, con el ánimo de evadir el pago de impuestos en el país de origen. Contrariamente, dichas diferencias pueden hacer que la compra transfronteriza de un fondo de pensión privado sea extremadamente compleja.

(14) Según los datos estadísticos del Banco Central Europeo (2004a).

(15) Según los pronósticos de la Comisión Europea (2004a), *Euro-barometer*.

(16) De acuerdo con CAPGEMINI, ING y EFMA (2004).

(17) La posibilidad de dar a conocer los servicios financieros *on line* puede ser tanto un instrumento de venta como de información de dichos servicios. Así, en el caso de productos bancarios simples y estandarizados, incluso respecto a seguros de automóviles, las cuotas a satisfacer pueden ser también ofrecidas por Internet. Pero para productos más complicados, como créditos hipotecarios o planes privados de pensión, la herramienta *on line* permite sólo ofre-

cer información del producto, incluyendo precios indicativos y otras condiciones.

(18) Convergencia de los tipos de interés medida a partir de la desviación estándar.

(19) *The Banker* (2005) hace referencia a los datos publicados en la encuesta del *Eurobarometer* de septiembre de 2005.

(20) *The Banker* (2005) hace referencia a los indicadores de convergencia del Banco Central Europeo: *Indicators of financial integration*, de septiembre de 2005.

(21) Según la información que proporciona EFAMA (European Fund and Asset Management Association) y la empresa Lipper.

(22) Nos referimos a las domiciliaciones bancarias que permiten no sólo pagar los recibos de servicios como el agua, el gas, la electricidad o el teléfono, sino que también hacen posible, en el ámbito empresarial, los pagos y/o los cobros entre empresas de forma electrónica, con la simple transmisión de recibos electrónicos que son adeudados directamente en la cuenta del banco del librado. Esta práctica se ve seriamente limitada a nivel paneuropeo por la ausencia de unas especificaciones técnicas comunes y compatibles con las diferentes cámaras de compensación nacionales.

(23) Según los resultados de la encuesta *Eurobarometer* de la Comisión Europea.

(24) Las redes de supervisión de la UE son: el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS), creado el 1 de enero de 2004; el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación (CESSPJ), creado el 24 de noviembre de 2003, y el Comité Europeo de Valores (CEV) y el Comité Europeo de Responsables de la Reglamentación de Valores (CERV), creados en junio de 2002.

(25) Este acuerdo se centra en los requerimientos y estándares de capital en las instituciones bancarias y de inversión. Fue acordado en el Grupo de los Diez (G-10) el 26 de junio de 2004.

(26) Se preveía que su adopción formal se produjese en el primer semestre de 2006.

(27) Puede verse una demostración en la web del CEBS: <http://www.c-ebs.org/sd/SDTF.htm>.

(28) Por ejemplo, a partir de celebrar encuentros con la industria y con las autoridades competentes de los estados miembros.

## BIBLIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL EUROPEO (2004a), *Blue Book addendum incorporating 2002 figures*, septiembre.

— (2004b), *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, abril.

CAPGEMINI, ING y EFMA (2004), *World Retail Banking Report 2004*, marzo.

COMISIÓN EUROPEA (1998), *Servicios financieros: elaboración de un marco de acción*, COM (1998) 625 final, 28.10.1998.

— (1999), *Aplicación del marco de acción para los servicios financieros: Plan de acción*, COM (1999) 232, 11.5.1999.

— (2003), *Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo sobre la aplicación del Plan de Acción para el capital riesgo*, COM (2003) 654, 4.11.2003.

— (2004a), *Eurobarometer: Public Opinion in Europe: Financial Services Report B*, enero.

— (2004b), *European financial integration: progress & prospects. Reports of four independent groups of experts*.

— (2004c), *Propuestas de directivas del Parlamento Europeo y del Consejo por las que se refunden la Directiva 2000/12/CE del Par-*

*lamento Europeo y del Consejo de 20 de marzo de 2000 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio y la Directiva 93/6/CEE del Consejo sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito*, COM (2004) 486 final, 14.7.2004.

— (2004d), «The application of the Lamfalussy process to EU securities markets legislation: a preliminary assessment by the Commission services», *Commission staff working document*, SEC (2004) 1459, 15.11.2004.

— (2005a), *Financial Integration Monitor 2005. Commission staff working document*.

— (2005b), *Financial Integration Monitor 2005. Background document*.

— (2005c), *Libro Verde sobre la política para los servicios financieros (2005-2010)*, COM (2005) 177, 3.5.2005.

— (2006), «Informe de progreso del mercado único de servicios financieros 2004-2005», *Commission staff working document*, SEC (2006) 17, 5.1.2006.

CONSEJO EUROPEO DE CARDIFF (1998), *Conclusiones de la Presidencia*, 15 y 16 de junio.

CONSEJO EUROPEO DE ESTOCOLMO (2001), *Conclusiones de la Presidencia*, 23 y 24 de marzo.

CONSEJO EUROPEO DE LISBOA (2000), *Conclusiones de la Presidencia*, 23 y 24 de marzo.

CONSEJO EUROPEO DE VIENA (1998), *Conclusiones de la Presidencia*, 11 y 12 de diciembre.

CONSEJO Y PARLAMENTO EUROPEO (2000), Directiva 2000/31/CE, de 8 de junio de 2000, relativa a determinados aspectos jurídicos de los servicios de la sociedad de información, en particular el comercio electrónico en el mercado interior (Directiva sobre el comercio electrónico), DOUE, L178, 17.7.2000.

— (2001), Reglamento (CE) n.º 2560/2001 de 19 de diciembre de 2001 sobre los pagos transfronterizos en euros, DO, L 344, 28.12.2001.

GIANNETTI, M.; GUIISO, L.; JAPPELLI, T.; PADULA, M., y PAGANO, M. (2002), «Financial markets integration, corporate finance and economic growth», Comisión Europea, Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, *Economic Papers n.º 179*, noviembre.  
[http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance/publications/economic\\_papers/2002/ecp179en.pdf](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/economic_papers/2002/ecp179en.pdf).

Kok, W. et al. (2004), *Facing the Challenge: the Lisbon Strategy for Growth and Employment*, Informe para la Comisión, noviembre.

LONDON ECONOMICS (en asociación con PricewaterhouseCoopers y Oxford Economic Forecasting) (2002), *Quantification of the Macroeconomic Impact of Integration of EU Financial Markets*, noviembre.  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/studies/summary-londonecon\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/studies/summary-londonecon_en.pdf).

LONDON SCHOOL OF ECONOMICS (2005), *The Cost and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets*, Report for European Commission, agosto.

MILLET, M., y ELIAS, J. (2005), «El mercado interior europeo», MUNS, J. (ed.), *Lecturas de integración económica. La Unión Europea*, Barcelona: Publicacions i Edicions de la Universitat de Barcelona, 3.ª edición: 173-216.

OPTEM (2003), *Qualitative Study among Cross-Border Buyers of Financial Services in the European Union*, estudio encargado por la Comisión Europea.



[http://europa.eu.int/comm/consumers/cons\\_int/fina\\_serv/cons\\_experiences/cross\\_border\\_final\\_report\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/consumers/cons_int/fina_serv/cons_experiences/cross_border_final_report_en.pdf).

PEDROSA, M. (2002), «El Mercado único de servicios financieros y su evolución histórica», *Los mercados financieros internacionales y su globalización*, Madrid, Editorial AC: 143-159.

PEREIRA, J. J., y ROSÁS, J. (2006), «El mercado interior hipotecario: recomendaciones del Forum Group», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 190, enero-febrero: 131-141.

SAPIR, A. *et al.* (2004), *An Agenda for a Growing Europe*, Oxford University Press, marzo.

SCHOENMAKER, D., y OOSTERLOO, S. (2005), «Financial Supervision in an Integrating Europe: Measuring Cross-Border Externalities», *International Finance*, vol. 8 (1):1-27.

*The Banker* (2005), «European Mortgages», suplemento especial, noviembre.

# La relevancia de la diversidad de estructuras de propiedad en el sector bancario europeo

Santiago Carbó  
José María Méndez

Freedom of enterprise is a fundamental characteristic of the most advanced modern economies. Capitalism, in contrast, is contingent; it is simply the particular form of patron ownership that most often, but by no means always, proves efficient with the technologies presently at hand.

Henry Hansman. *The Ownership of Enterprise*, 1996

híbridas basadas en las peculiaridades de la rama de actividad, las tradiciones jurídicas de los ordenamientos nacionales o las progresivas adaptaciones a los cambios del mercado. Desde una perspectiva económica, esta diversidad ha dado lugar a un intenso debate sobre la conveniencia o no, desde el punto de vista del bienestar, de la heterogeneidad en la naturaleza jurídica de las entidades financieras. Estudios recientes evidencian que esta «biodiversidad» permite tener una mayor variedad de formas de servicio bancario sin que ello entrañe problemas de relevancia, sino más bien beneficios, para la competencia o la eficiencia (Prowse, 1995, 1997; Altunbas, Carbó y Molyneux, 2003; Crespí, García-Cestona y Salas, 2004).

No obstante, esta diversidad institucional no implica que el legislador europeo haya renunciado a su legítima vocación armonizadora. La ingente normativa europea de entidades de crédito, sobre todo tras la puesta en marcha del Plan de Acción de Servicios Financieros, hace de este sector uno de los más regulados del mercado interior. Ahora bien, ni una sola de estas normas se ha referido a la naturaleza jurídica de estos sujetos en la medida en que ello no ha constituido impedimento para la creación de un mercado único financiero. La regulación de requerimientos de capital (4), garantía de depósitos (5), supervisión en base consolidada (6), comercialización a distancia (7), pasaporte comunitario (8), prevención del blanqueo de capitales (9), contabilidad (10), entre otros aspectos, han permitido ir creando una suerte de *level playing field* entre las entidades de la que se ha beneficiado el consumidor financiero europeo. No obstante, si bien el grado de armonización de los proveedores de servicios financieros ha sido amplio, no puede decirse lo mismo desde la perspectiva de los productos financieros. En esta materia, aunque hay que reconocer que se han llevado a cabo esfuerzos importantes en algún sector —inversión colectiva (11) o préstamo al consumo (12), por ejemplo— el

## I. INTRODUCCIÓN

La diversidad de estructuras jurídicas de las personas jurídicas que existen en Europa es un dato empírico, contrastable prácticamente en todos los estados miembros y, además, no exclusivo del mercado financiero de la Unión Europea (1). En el caso de las entidades de crédito, es un hecho reconocido en el propio derecho comunitario (2). Basta con observar la lista de entidades con pasaporte comunitario que mantiene permanentemente actualizada la Comisión Europea (3) en aplicación del art. 11 de la Directiva 2000/12/CE. Por lo demás, esta diversidad de formas jurídicas no es más que un corolario del tratamiento que del derecho de propiedad hacen los tratados constitutivos de la Unión Europea (UE) que garantizan el respeto a las distintas configuraciones que amparan los derechos nacionales. Así, el artículo 295 del Tratado de la UE indica claramente que *el Tratado en modo alguno prejuzga las normas con las que en los Estados Miembros se rige el sistema de pertenencia de la propiedad*. Sobre esta base, cada estado miembro tiene libertad de establecer distintas formas jurídicas de propiedad para una entidad dedicada a la prestación de servicios financieros.

Dentro del sector financiero existen ámbitos funcionales en los que puede ser preponderante una forma jurídica (por ejemplo, las mutualidades en el sector seguros) que no es frecuente en otros sectores (banca y servicios de inversión), pero la diversidad es tal que es difícil establecer clasificaciones. Abundan las formas

camino por recorrer es todavía amplio. Ahora bien, la armonización llevada a cabo y la que se produzca en el futuro no tiene por qué abarcar a la naturaleza jurídica de propiedad de la entidad. Entre otras razones porque la práctica ha demostrado que no existe ningún modelo empíricamente más exitoso de los demás (13). La experiencia demuestra que el éxito de una entidad en los mercados (también en el financiero) no depende de su naturaleza jurídica, en la medida en que ésta no determine mayores costes para clientes o proveedores.

Asimismo, no se ha abordado esta armonización ni se abordará porque no existe un modelo que pudiese imponerse, ni siquiera varios. Propiamente, llevando las clasificaciones al extremo, existen prácticamente tantos como entidades. La mejor demostración de este aserto es el derecho de sociedades, donde apriorísticamente la armonización sería más sencilla. Hace tiempo que ha entrado en desuso la idea romántica de que la sociedad anónima constituye un fenómeno natural (*Naturerscheinung*). Incluso entonces, sus defensores admitieron que como tal, está sometida a una permanente evolución (*ewige Bewegung, ewiger Wechsel*) (14). Con esta combinación de la óptica institucional y la óptica «darwiniana» se justificarían los muy importantes cambios que en la estructura y en las funciones ha experimentado desde su aparición como compañía colonial.

A poco que se analicen las coordenadas de espacio y tiempo del régimen jurídico de las empresas, se aprecia que ni la evolución (natural) ha seguido siempre el mismo ritmo, ni la unidad de los problemas económicos y sociales ha sido y es tan intensa como para conducir inevitablemente a una unidad de soluciones jurídicas. En los ordenamientos jurídicos más representativos existen importantes y justificadas diferencias en el régimen jurídico de la que pudiera considerarse forma «natural de la empresa»: la sociedad anónima. A medida que el análisis global del ordenamiento jurídico es sustituido por el análisis concreto de normas y de instituciones, la genérica universalidad deja paso al particularismo (15). Ni siquiera en Europa, a pesar del ingente esfuerzo armonizador, las directivas de sociedades remiten al legislador nacional multitud de aspectos esenciales, reconociendo que, incluso en la sociedad «natural», la singularidad es irreductible.

Sin embargo, no sólo la observación de la naturaleza jurídica sostiene la vigencia y necesidad de un modelo bancario europeo basado en la biodiversidad. Los principales indicadores de competencia, eficiencia y rentabilidad indican que, en términos generales, no existen ventajas derivadas de un modelo de propiedad en el sistema bancario frente a otro. Es más, las entidades que habitualmente se encuentran en el «ojo del huracán», como es el caso de las de carácter fundacional y/o mutualista, no sólo se equiparan al modelo de sociedad

por acciones en términos de *performance* empresarial, sino que, en un número no trivial de casos, parecen presentar mejores resultados. A todo ello hay que añadir que, desde el punto de vista del bienestar, y en un entorno en el que la exclusión financiera y social parece constituir una seria amenaza para la sociedad europea, la diversidad institucional se revela como el principal mecanismo de control y solución de este tipo de amenazas.

En este artículo se abordan las experiencias mayoritarias de las entidades de depósito europeas, al objeto de demostrar la conveniencia de promover la diversidad institucional, desde una perspectiva tanto jurídica como económica. De forma paralela, se aporta evidencia que muestra el pluralismo institucional existente en el entorno europeo en función de configuraciones jurídicas, niveles de especialización, dimensión y otros parámetros para, a partir de los mismos, señalar algunos de los beneficios de esta «biodiversidad institucional». El artículo se estructura en cuatro apartados. En el primer de ellos se realiza una revisión de las principales estructuras de propiedad que predominan en los sectores bancarios europeos, tratando de reflejar su propia idiosincrasia y las ventajas e inconvenientes que, desde la perspectiva jurídica y económica, plantean unos y otros modelos. El corolario es la dificultad de establecer categorías homogéneas a escala europea. En el apartado II se presentan algunos datos de interés relativos a la estructura institucional y los principales indicadores agregados bancarios en la UE, con objeto de analizar, de forma genérica, si existen ventajas o no desde el punto de vista de la *performance* empresarial entre adoptar uno u otro tipo de modelo. Asimismo, se aportan algunos datos que demuestran la relevancia, en este contexto, de indicadores más relacionados con la eficiencia social que con la financiera. Tomando como referencia el análisis cualitativo y cuantitativo sobre integración financiera y diversidad institucional de los apartados anteriores, el apartado III, ofrece unas amplias conclusiones donde se realiza una revisión crítica de los planteamientos generales en los que se está cimentando la integración financiera y la importancia de conceder un mayor papel a la diversidad institucional, como un valor añadido del entorno competitivo europeo.

## II. ESTRUCTURAS DE PROPIEDAD: UNA REVISIÓN

### 1. La estructura de propiedad cooperativa

Las entidades de naturaleza jurídica cooperativa han sido objeto de armonización en el derecho comunitario. El legislador comunitario ha intentado describir una suerte de estructura jurídica cooperativa común a todas las actividades comerciales, si bien admite singularidades muy relevantes amparadas en el derecho nacio-

nal. Según la definición que da el Reglamento (CE) núm. 1435/2003, de 22 de julio de 2003, sobre el Estatuto de la Sociedad Cooperativa Europea —SCE (16)—, las sociedades cooperativas son «grupos de personas o de entidades jurídicas con principios operativos particulares que son distintos de los de otros agentes económicos. Estos incluyen los principios de estructura y control democráticos, y la distribución del beneficio líquido del ejercicio sobre una base equitativa» (17). Deben tener personalidad jurídica, y su objetivo fundamental habrá de ser la satisfacción de las necesidades de sus miembros y/o el desarrollo de sus actividades económicas y sociales (18).

Desde una perspectiva general, las características que definen una cooperativa son las siguientes:

— Posibilidad de asociación libre y voluntaria, y retirada de la empresa de acuerdo con la norma del capital variable por acciones (19).

— Estructura democrática, principio de «un miembro, un voto» (o un número limitado de votos por cada miembro) y toma de decisiones por mayoría.

— Distribución de excedentes equitativa, de suerte que la distribución de superávit a los miembros accionistas se realice basándose no en la proporción de títulos poseída, sino en proporción a su negocio con la cooperativa.

Por lo que respecta a la organización y a la estructura, el Reglamento admite gran flexibilidad para dar cabida a las múltiples tipologías de cooperativas que existen en Europa (20). En general, las cooperativas comprenden una Junta general, así como: *a*) un sistema de dos niveles formado por un órgano de administración y por un comité de vigilancia, o *b*) un sistema monista. Dentro de la Junta, la votación sigue el principio de paridad de voto, independientemente de la proporción de capital en poder de cada miembro.

En el ámbito financiero, las cooperativas, debido a sus redes descentralizadas, centran sus actividades generalmente en la banca minorista, es decir, en la financiación de las personas físicas, las pequeñas y medianas empresas (PYME) y las entidades locales. Esto les permite un control eficiente de sus riesgos basado en un conocimiento exhaustivo del cliente. Además de eso, los bancos cooperativos contribuyen a la estabilidad de los sistemas financieros a través de buenas ratios de capital y, de ese modo, a la reducción del riesgo sistémico.

Al final de cada ejercicio, el excedente se destina primero a reservas, según normas específicas marcadas en las leyes nacionales y/o en los estatutos; el superávit restante puede repartirse entonces entre los accio-

nistas-miembros de la cooperativa sobre una base proporcional, pero normalmente no existe obligación de hacerlo. Los estatutos pueden, sin embargo, prohibir la distribución, en cuyo caso, todo el beneficio neto se reinvierte en la compañía, o bien puede haber disposiciones que impongan repartos con un fin social o colectivo. Esta circunstancia puede convertirse en un inconveniente de la forma jurídica. Aquellas cooperativas que se financian exclusivamente a través de los ahorros de los miembros, depositados en el negocio en forma de reservas, tienen un potencial financiero limitado si se las compara con otras estructuras comerciales, en la medida en que no tienen la obligación de remunerar a los miembros. No obstante, muchas cooperativas bancarias han desarrollado mecanismos de pasivo muy sofisticados para paliar este problema (21).

Un socio cooperativo que abandona la compañía deja de tener derecho a sus beneficios, y no recupera su participación en el capital al marcharse. En el caso de las compañías por acciones, los accionistas pueden vender sus acciones y, al mismo tiempo, convertir en efectivo sus ganancias de capital, lo cual no está admitido en las sociedades cooperativas (22). En suma, esta estructura es menos atractiva para un inversor que aspire al mismo grado de liquidez de las acciones.

El principal atractivo de la forma jurídica cooperativa es que permite a los accionistas cooperativos participar democráticamente, como miembros con iguales derechos de voto, y ejercer una influencia en el proceso de adopción de las decisiones de su organización. Así, decisiones clave, tales como la estrategia de empresa y las opciones sobre el uso del capital, se alinean directamente con las necesidades de los miembros y/o la evolución de sus economías y/o sus aspiraciones sociales, lo que, en principio, debería ser el ideal del gobierno corporativo empresarial. Lo que es evidente es que el control paritario en los órganos sociales está garantizado, eludiéndose el conflicto de interés entre accionistas minoritarios y de control.

## **2. La estructura de la propiedad por acciones**

Una sociedad por acciones es una empresa cuyo capital está distribuido en participaciones de propiedad que dan el poder de adoptar decisiones. Los accionistas tienen libertad de traspasar sus acciones a otros sin necesidad del permiso de los demás accionistas. El objeto de una compañía por acciones es el de obtener un crecimiento satisfactorio a largo plazo en el valor de cada acción para todos los accionistas.

Hasta aquí el concepto común, porque la estructura y denominación varían a lo largo de toda Europa. Así, en el Reino Unido y en Irlanda adoptan la forma de

*Public Limited Company* (PLC), mientras que en Alemania (y Austria) la estructura que existe es la de *Aktiengesellschaft* (AG), y en Francia, la de *Société Anonyme* —SA (23). En todas ellas el capital se divide en un determinado número de acciones de un valor nominal específico, pero la vieja aspiración liberal, que hoy no amparan todos los derechos mercantiles europeos, de que cada acción otorga a su titular un voto esta lejos de conseguirse. Prueba de ello es proliferación de códigos de buen gobierno societario en Europa que obligan a «cumplir o explicar» (24) por qué no se atiende esta tradicional demanda de los inversores minoritarios.

Los accionistas pueden ser tanto personas físicas como jurídicas, públicas o privadas. Obviamente, la naturaleza del propietario mayoritario dará una orientación muy distinta a la empresa. Por lo que se refiere a la estructura de una compañía por acciones, existen dos sistemas de organización: un sistema de un solo nivel, constituido por la Junta General de Accionistas y un órgano administrativo, y un sistema de doble nivel, que se basa en una Junta Ordinaria de Accionistas, un Consejo de Administración/Dirección y un Consejo de Vigilancia. En Francia, Italia y Portugal, las sociedades por acciones tienen libertad para configurarse como una estructura de doble o incluso triple órgano de gobierno.

En el ámbito bancario, las acciones normalmente cotizan en Bolsa. Así, las ventajas de esta estructura derivan de la facilidad para «levantar» capital. Un banco puede reforzar sus recursos propios emitiendo acciones en los mercados de valores, con el incentivo para los inversores de que el reparto de beneficios se desarrolla a través del dividendo, y las acciones suponen el otorgamiento de derechos políticos. Por ello, esta forma jurídica es ideal para las entidades de crédito que aspiren a tener grandes dimensiones apelando a los mercados. A la inversa, es una forma jurídica propicia para las personas o instituciones interesadas en la propiedad de la compañía a los efectos de acumulación de capital. Esta facilidad para crecer tiene impacto sobre los recursos propios y, en general, sobre el músculo financiero de estas entidades. Precisamente por esto, las mayores entidades de crédito de la Unión Europea son bancos.

La combinación de su cotización en Bolsa, su orientación capitalista y la posibilidad de transferencia del título que representa su propiedad, implica que el porvenir de los bancos viene en gran medida determinado por la cotización de las acciones en el mercado. Ahora bien, la libre transmisibilidad de las acciones, característica de las sociedades cotizadas, admite algunas excepciones, en Europa, lo cual, aunque no es coherente con la adopción de esta forma jurídica (25), ha restado volatilidad a los bancos. En ocasiones, esta volatilidad tiene poco que ver con la situación del negocio de la compañía y podría

restar estabilidad a los recursos propios de la entidad. Tampoco puede desconocerse que las facilidades para la capitalización de la banca comercial ha favorecido la concentración de la oferta de servicios financieros en los mercados nacionales en que sólo operan entidades de crédito con forma societaria.

### **3. La estructura de propiedad de la fundación**

Un concepto generalmente entendido y aceptado de lo que las fundaciones sin ánimo de lucro (en Europa) representan podría ser el siguiente: «organizaciones independientes, constituidas como patrimonio separado, sin ánimo de lucro, con fuente de ingresos propios —no exclusivamente, de una dotación (26)— y con sus propios órganos de gobierno (27). En el contexto europeo, un número importante de entidades de crédito tienen la forma jurídica de fundaciones. Aunque pueden tener características específicas nacionales derivadas de evoluciones tanto culturales como jurídicas, comparten la característica común de desarrollo del espíritu de ahorro entre la población (combatiendo la exclusión financiera), y un fin de beneficio público orientado a la mejora de las condiciones sociales, económicas y culturales de la zona en la que prestan sus servicios.

Las entidades de crédito de naturaleza fundacional son creadas por un individuo particular o por iniciativa conjunta de varias personas, por una institución privada o pública. En lo que se refiere a los órganos de gobierno, la estructura más común está constituida por los siguientes:

— La Asamblea General es el órgano supremo de administración y adopción de acuerdos. Su composición varía de un país a otro, según las diferentes estructuras de propiedad. En general, está formado por representantes de los intereses sociales y comunitarios de los ámbitos territoriales en las que el banco-fundación ejerce sus actividades.

— Un Consejo de Administración, que se ocupa de la dirección y de la gestión financiera.

— En algunos casos, como Alemania, Portugal, España y Austria, existe un comité de inspección o control que vigila la administración y las finanzas.

De acuerdo con su doble naturaleza jurídica (como instituciones de crédito y fundaciones), los beneficios de las fundaciones bancarias, se destinan normalmente a servir a dos objetivos:

— El refuerzo de la solvencia, de acuerdo con requisitos de prudencia generales, aplicables a todas las instituciones de crédito.

— La parte del excedente que no se asigne a reservas, se destina a la realización de los fines perseguidos por la institución: proyectos que beneficien a la comunidad.

Además de los fondos constituyentes, las fundaciones pueden obtener capital a través de los siguientes medios:

— Excedentes líquidos, que pueden ser usados como reservas o fondos de provisión —considerados como capital del nivel 1 (28).

— Títulos que conceden el derecho a percibir una remuneración previamente determinada de naturaleza no acumulativa y sujeta a la existencia de beneficios repartibles en la institución. Sus titulares no gozan de derechos políticos y se cotizan en mercados secundarios organizados.

— Instrumentos específicos. En algunas jurisdicciones, se han desarrollado instrumentos de capital específicos para asegurar la solvencia de las fundaciones bancarias. Dos ejemplos son Noruega y España.

1) Los certificados de capital básico noruegos (PCC) son una forma de título externo con derechos políticos limitados, ya que no confieren a sus tenedores propiedad sobre todo el capital en acciones del banco; además, los titulares de PCC tienen una influencia limitada sobre el órgano supremo del banco.

2) Las cuotas participativas españolas. Se trata de valores negociables que no confieren derechos de voto e implican aportaciones de dinero por un período indefinido representativo de partes alícuotas de los fondos que se hubieran constituido. Se representan por medio de asientos en cuenta y se negocian en mercados de valores españoles o extranjeros, o en mercados organizados de renta variable. El volumen de las cuotas de participación en circulación no debe exceder del 50 por 100 del activo del banco emisor.

En las entidades de crédito de naturaleza fundacional, la participación de los *stakeholders* (grupos de interés) en el proceso de gobierno de la empresa es muy activa, en la medida en que se trata de entidades muy integradas en el territorio. Por ello, además, incorporan a su misión el retorno de beneficios a la sociedad y la lucha contra la exclusión financiera.

Debido a sus objetivos específicos (legales o estatutarios), los incentivos o atractivos a las fusiones y adquisiciones no son compartidos habitualmente por las fundaciones. Alternativamente, las fundaciones bancarias tienen mecanismos de consolidación específicos tales como la cooperación.

#### 4. Otras estructuras de propiedad

Aunque, desde una perspectiva teórica, las tres estructuras descritas cubren todas las formas jurídicas posibles para la prestación de servicios financieros, lo cierto es que, en la práctica, la realidad es mucho más rica. Piénsese, en primer lugar, en las empresas financieras del sector público (29). En principio, estas entidades podrían adoptar la forma jurídica de sociedad anónima, incluso de fundación, o también, como ocurre con las cajas alemanas, sujetarse a un régimen jurídico ad hoc propio del derecho público.

Así, las *sparkassen*, que absorben el torno al 30 por 100 del ingente mercado financiero alemán, tienen objetivos y actividades comerciales, pero vienen en parte modelados por funciones públicas jurídicamente definidas. Con el cumplimiento de este «mandato público» ofrecen una prestación de servicios a amplios sectores de la población, con especial consideración a los negocios de pequeño y mediano tamaño. Sin embargo, incluso dentro de las *sparkassen* existen diferencias. Pueden organizarse en formas jurídicas propias del derecho público, o incluso del derecho privado, es decir, como sociedades anónimas. La totalidad o la mayoría de las acciones están entonces en poder del Estado, de la región o del municipio. Otras *sparkassen* están organizadas como entidades especiales según la legislación específica de los estados, que, no obstante, tiene muchos puntos de conexión con la regulación y organización de las sociedades anónimas. Por eso se rigen por un Consejo de Administración y un segundo órgano de gobierno (común a la sociedad anónima alemana), el Comité de Vigilancia, que en este caso representa principalmente al ciudadano local.

En este punto, tras analizar las distintas estructuras jurídicas, cabe ya plantearse algunas cuestiones. En primer lugar, las características de las cooperativas de crédito difieren notablemente en función de su capacidad para generar recursos propios al margen de la captación de depósitos. Por otro lado, los bancos varían en cuanto a su naturaleza en función del derecho nacional aplicable; pero, aun dentro de una categoría nacional, habrá notables diferencias dependiendo de la voluntad de sus dueños/promotores. Es distinta la misión y, por ende, las características de un banco con un gran capital flotante de las de aquel otro que, aun teniendo naturaleza jurídica societaria e incluso estando sujeto a cotización, es controlado por una fundación o por el sector público. Incluso dentro de las cajas, donde aparentemente podría haber homogenización en clave nacional, las diferencias son notables. El legislador regional suele tener capacidad regulatoria, y en aquellas en las que el regulador da a los representantes de los clientes una posición mayoritaria en los órganos de gobierno, su naturaleza tendría rasgos próximos a la mutualidad. Esta

circunstancia, por ejemplo, está presente en algunas cajas finlandesas, que, a pesar de ser fundaciones, están gobernadas por los depositantes.

En principio, cabría distinguir entre bancos (sociedades anónimas) cajas (fundaciones) y cooperativas de crédito, pero dentro de cada ordenamiento jurídico nacional. Para hacerlo transversalmente en todo el mercado europeo, estas denominaciones deben invocarse como modelos que responden únicamente a la misión que se irrogan para actuar en el mercado. De todo lo anterior se deduce que la categorización de las entidades de crédito, atendiendo únicamente a su naturaleza jurídica, es complicada. Puede hablarse, eso sí, de «modelos de propiedad», pero admitiendo las singularidades del régimen jurídico de cada Estado miembro. En suma, lo que es verdaderamente relevante es la existencia o no de una pluralidad de naturalezas jurídicas. Esto es, si esa diversidad de estructuras de propiedad (cualquiera que sean sus categorías) es enriquecedora para el mercado, partiendo de que la ingente regulación financiera europea garantiza un *level playing field*. La cuestión, en consecuencia, es ¿tiene relevancia la diferencia que existe en Europa entre mercados nacionales con diversidad de estructuras de propiedad para la prestación de servicios bancarios y mercados con estructura de propiedad homogenizada?

### III. INTEGRACIÓN Y DIVERSIDAD INSTITUCIONAL EN EL MARCO EUROPEO

#### 1. Integración financiera y política europea de servicios financieros

El sistema bancario europeo ha experimentado cambios fundamentales durante las últimas décadas en su entorno estratégico, y la diversidad de estructuras de propiedad, como hemos visto, ha sobrevivido a esta evolución y la intensidad competitiva que ha supuesto. Como resultado general de los procesos de desregulación e innovación tecnológica, la competencia en el sector bancario se ha intensificado considerablemente (Vives, 2000). Hay una percepción generalizada, por parte de los clientes europeos, de la existencia de una amplia heterogeneidad en la estructura de propiedad de las instituciones financieras que la integran, y existe un cierto debate entre los reguladores y analistas en torno a su conveniencia. Esta percepción se ha materializado, de forma más o menos definida, en las iniciativas recientes de la Comisión Europea (CE). En particular, el comisario Charlie McCreevy presentó el 26 de octubre de 2005 el llamado Informe McCreevy (cuyo título original es *Cross-border Consolidation in the EU Financial Sector*, documento de trabajo de la CE-SEC (2005) 1398 (30), en el que se adelantaban algunas de las líneas de actuación de la CE en materia de integración financiera.

En un momento como el actual, en el que lograr un sector de servicios financieros competitivo es esencial para apoyar y propiciar la estabilidad económica y el crecimiento, cabe reflexionar sobre los avances en la integración y consolidación de los mercados bancarios de la UE, expandiendo el fenómeno de la integración más allá de la mera cuantificación de las actividades transfronterizas.

A pesar de los avances en la integración de los mercados de la UE, aún existen obstáculos que impiden una completa transición hacia un mercado plenamente integrado, y esto es, sobre todo, evidente en la banca al por menor. En cualquier caso, uno de los temas más controvertidos gira en torno a la capacidad de la legislación para cubrir las exigencias de una economía mucho más dinámica que considere aspectos tales como la heterogeneidad de las instituciones financieras existentes o las legislaciones particulares de cada uno de los países. En este sentido, el tratamiento que desde las autoridades europeas se ha dado a la integración financiera, aunque ambicioso y sofisticado, se ha basado estrictamente en la regulación. El marco institucional a través del cual se ha canalizado el proceso de integración hasta la fecha es el Plan de Acción de los Servicios Financieros de la Comisión Europea (*Financial Services Action Plan* o FSAP), desarrollado por la Comisión Europea en el año 1999, con la finalidad de proponer objetivos políticos y medidas específicas para mejorar el mercado único de los servicios financieros y, de este modo, promover el crecimiento y el empleo. Los objetivos estratégicos del plan eran, fundamentalmente, tres: 1) la consecución de un mercado mayorista único en la UE; 2) el establecimiento de mercados minoristas abiertos y seguros, y 3) la revisión de las normas cautelares y de supervisión. El FSAP tuvo un horizonte de implantación que finalizó en 2005. Las numerosas medidas propuestas en el mismo han tenido una repercusión heterogénea en los sistemas financieros. Los últimos informes de seguimiento del FSAP señalaban, en cualquier caso, la existencia de una serie de importantes repercusiones para los sistemas financieros de la UE. De las nada menos que 42 directivas planteadas inicialmente por el FSAP, el 93 por 100 han sido ya completadas, si bien la mayor parte de ellas se hallan todavía en trámite de trasposición a los ordenamientos jurídicos nacionales. En cualquier caso, este desarrollo regulatorio hacia la integración supone una reducción de los trámites para operar y competir en condiciones de igualdad en los mercados regionales de los distintos países, y favorecerá la competencia y contribuirá a mejorar, aún más, el servicio que prestan las entidades de ámbito internacional, estatal o regional.

Tras el FSAP, se ha iniciado una nueva etapa en el proceso de integración de los servicios financieros. Con el objetivo de mejorar la competitividad y la eficiencia en la UE, la Comisión Europea presentó, en mayo de 2005,

un *Libro Verde* de los servicios financieros con las tareas prioritarias para el período 2005-2010. La principal finalidad de la Comisión Europea era lograr que las entidades bancarias ofreciesen a sus clientes comunitarios la más amplia gama de servicios financieros (cuentas bancarias, hipotecas, seguros) con la mejor relación calidad-precio, permitiendo avanzar así hacia la formación de un mercado financiero más competitivo e integrado que beneficiase no sólo a los ciudadanos de los países miembros sino también al crecimiento económico y la creación de empleo. Según el *Libro Verde*, los objetivos generales de la política de la Comisión Europea sobre los servicios financieros son los siguientes:

— Consolidar los avances hacia un mercado financiero europeo integrado, abierto, competitivo y económicamente eficiente, suprimiendo las barreras económicas que subsisten.

— Estimular un mercado financiero en el que los servicios financieros y de capital circulen libremente y al menor coste posible en toda la Unión Europea.

— Aplicar, hacer cumplir y evaluar el marco legislativo existente, aumentar la convergencia en materia de supervisión y consolidar la influencia de Europa en los mercados financieros nacionales.

Ya son muchas las instituciones que han dado a conocer sus comentarios relacionados con la publicación del *Libro Verde*. Entre ellas, el Comité Europeo del Sector Bancario (EBIC) que agrupa a todas las entidades de crédito europeas (con independencia de su naturaleza jurídica). Uno de los principales puntos en los que coincide la industria europea es en las implicaciones competitivas. En este sentido, el EBIC destaca que «el sector bancario europeo es pluralista en cuanto a estructura y el EBIC considera que ésta es una característica importante que debería ser conservada para que los mercados bancarios europeos permanezcan competitivos, a condición de que exista igualdad de condiciones para toda la clase de instituciones y que no haya ninguna vulneración de la competencia». Asimismo, subraya la importancia de respetar «la diversidad entre los proveedores de los servicios bancarios en la Unión Europea, que beneficia a los consumidores».

Si bien el *Libro Verde* ya anticipaba la política de servicios financieros de la UE, dio lugar a un período de consultas para establecer el estado de aceptación de las acciones propuestas. Tras este período, en diciembre de 2005, se publicó de forma definitiva el catálogo de acciones de política financiera comunitaria en el llamado *Libro Blanco de la Política de Servicios Financieros 2005-2010*. Siguiendo los principios ya establecidos en el *Libro Verde*, el *Libro Blanco* se asienta sobre cuatro grandes pilares:

— «Consolidación dinámica», como objetivo fundamental y *leitmotiv* de la política europea de servicios financieros, que consiste en la consecución de un mercado financiero europeo integrado, abierto, inclusivo, competitivo y eficiente en términos económicos, mediante políticas abiertas y en constante evolución y cooperación.

— Supresión de las barreras económicamente significativas que persisten, para que la prestación de servicios financieros y la libre circulación de capitales en toda la UE puedan llevarse a cabo al menor coste posible (con niveles efectivos de reglamentación prudencial y normas de conducta que garanticen niveles elevados de estabilidad financiera, ventajas para los consumidores y protección de éstos últimos).

— Aplicación, cumplimiento y evaluación continua del marco legislativo vigente y aplicación rigurosa del programa «legislar mejor» a cualquier futura iniciativa.

— Mejora de la cooperación y la convergencia en materia de control en la UE, profundización de las relaciones con otros mercados financieros mundiales y refuerzo de la influencia europea en el mundo.

Junto con el *Libro Blanco*, en el objetivo de conseguir una mayor integración financiera, también cabe destacar la reciente difusión por el Parlamento Europeo, del «Informe sobre una mayor consolidación del sector de los servicios financieros» (2006/2081 —INI—). En este informe se realiza una propuesta de resolución del Parlamento Europeo a partir de una gran número de fuentes de información que incluyen otras comunicaciones y resoluciones del propio Parlamento sobre política de servicios financieros, el *Libro Blanco* y directivas como las de Supervisión o la de Adecuación de Capitales (31). En el informe se considera que no sólo la integración, sino la propia seguridad y estabilidad de los mercados financieros, se vería fortalecida con una mayor consolidación transfronteriza. En cualquier caso, se destacan las ventajas de formas alternativas a las fusiones puras para alcanzar una mayor consolidación (cooperación, alianzas), a la vez que se señala que «la consolidación de los mercados financieros no debe tener por objeto alcanzar un número determinado de instituciones financieras, sino que debe ser proporcional a la competencia en dichos mercados». Asimismo, en este informe se reconoce, de forma más explícita que en cualquier comunicación anterior, la necesidad de promover la biodiversidad institucional en los sistemas bancarios de la UE, al señalarse que «existe el convencimiento de que debe preservarse la diversidad de las entidades financieras, que refleja mejor la variedad de las necesidades de financiación de las sociedades, las PYME y los consumidores y que, por consiguiente, la legislación comunitaria no debe favorecer ningún tipo



determinado de modelo de empresa o de estructura empresarial ni ningún tipo de producto frente a otro». Entre las más de 39 recomendaciones del informe, conviene resaltar aquellas que se refieren a la búsqueda del equilibrio entre los grandes centros financieros y los mercados locales para hogares y PYME, así como aquellas que solicitan un estudio profundo de la conveniencia o implicaciones (que se prevén negativas) de potenciar el modelo de entidad financiera basado en la sociedad por acciones.

Finalmente, entre los análisis institucionales debe destacarse el «Segundo Informe de Seguimiento sobre Cuentas Corrientes y Otros Servicios Relacionados» (*Interim report II on current accounts and related services*), de la Dirección General de Competencia de la CE (32). Este informe que fue publicado en julio de 2006, realiza un completo y exhaustivo estudio de los mercados bancarios minoristas europeos en algunos servicios (especialmente en cuentas de depósito), y aporta algunas apreciaciones y análisis de considerable relevancia en relación con la diversidad institucional:

1) El estudio realiza, de forma muy minuciosa, una definición de las instituciones bancarias relevantes tanto a escala nacional como a escala regional dentro de cada país, con el objetivo de elaborar indicadores de concentración que reflejen mercados relevantes. En este sentido, el estudio indica que en Italia, Alemania y España, países donde las cajas tienen o han tenido una importancia relativa muy elevada, se observan los menores niveles de concentración.

2) Empleando esta definición de mercados relevantes, se observa, una vez más, que entre los países con mayor rentabilidad bancaria media también se encuentran algunos países con diversidad institucional (por ejemplo, los beneficios antes de impuestos superan el 40 por 100 del margen ordinario en España). En este sentido, no parece que la diversidad institucional suponga un problema para alcanzar mayores cotas de rentabilidad. Más bien, en algunos casos, sucede al contrario.

3) De forma similar, la comparación de las ratios de eficiencia «costes de transformación/margen ordinario», medida a partir de los mercados relevantes minoristas definidos en el citado estudio, muestra de nuevo que en países con diversidad institucional (el estudio cita, por ejemplo, a España) las ratios se encuentran entre las más reducidas de la UE (en torno al 50 por 100). Asimismo, no se aprecian diferencias significativas en las tasas de disminución de esta ratio entre países con diferente grado de diversidad institucional.

Tal y como se deduce de las acciones propuestas, todos los autores parecen admitir que el objetivo prio-

ritario de la consecución de un elevado grado de integración financiera se puede conseguir armonizando la operativa de los prestadores de servicios financieros, admitiendo la existencia de una amplia diversidad de instituciones financieras europeas. Esta diversidad de estructuras, aunque desde la perspectiva de la intermediación realicen una actividad homogénea, no implica que su componente jurídico y de carácter estatutario sea del todo homogéneo, dotándolas de un carácter «especial» tanto en sus objetivos financieros como en su forma de hacer banca. Así, por ejemplo, las sociedades anónimas bancarias son más fuertes en los mercados mayoristas y en la expansión internacional, en tanto que las fundaciones y cooperativas demuestran mayor fortaleza en aquellos servicios bancarios, como las remesas de emigrantes, en los que la «inversión» tiene un mayor período de maduración, beneficiándose de que no están sometidas a la presión del beneficio a corto plazo derivado de su cotización. No es de extrañar, como muestra el cuadro núm. 1, que países como Alemania, Francia o España, donde las entidades de carácter fundacional o cooperativo cuentan con una mayor presencia institucional, se encuentren en las primeras posiciones del *ranking* de remesas de la Unión Europea. Asimismo, algunos estudios recientes muestran que gran parte del impulso en el envío de remesas en estos países en los últimos años se debe a un papel creciente de este tipo de entidades (de tipo fundacional y cooperativo) y a las plataformas y medios tecnológicos que éstas ponen a disposición de la población inmigrante para llevar a cabo estas transacciones (33). En estos estudios se destaca, entre otros aspectos, el establecimiento de precios y/o comisiones más favorables como consecuencia de la concurrencia de estas instituciones bancarias.

CUADRO NÚM. 1

**RANKING DE REMESAS EN LA UNIÓN EUROPEA (2003)**

	MILLONES DE EUROS
Alemania .....	7.739
Luxemburgo .....	3.758
Francia .....	3.608
Italia.....	3.388
España .....	2.755
Holanda.....	2.718
Reino Unido .....	2.039
Bélgica .....	1.662
Austria.....	1.018
Dinamarca.....	811
Portugal.....	780
Grecia.....	450
Irlanda .....	247
Finlandia.....	101
Hungría.....	107

Fuente: UNCTAD y elaboración propia.

Por tanto, cuando existen varias estructuras para la prestación de servicios financieros el mercado tiene una estructura multipolar, y puede situarse en la «vanguardia» comercial y tecnológica en diferentes productos. El mercado financiero español podría ser un ejemplo de ello.

## **2. La estructura competitiva del sistema bancario europeo**

La existencia de estructuras de propiedad y jurídicas que doten al sistema de una mayor flexibilidad es uno de los pilares en los que se ha fundamentado el negocio bancario europeo. Más aún, si se considera la UE ampliada, en la que coexisten entidades financieras con formas jurídicas muy particulares, parece conveniente mantener una legislación neutral con la variedad de entidades para mejorar la competitividad de sus sistemas financieros en el entorno competitivo común.

La competencia en el sector bancario es un pilar fundamental para el crecimiento y la eficiencia del sector. Asimismo, una mayor competencia está íntimamente relacionada con la existencia de diversidad de instituciones que lleven a cabo una labor de intermediación, capaces de cubrir el rango de necesidades bancarias de sus clientes en los países en los que están presentes. De este modo, la competencia en el sector bancario afecta al acceso a la financiación externa, el cual tiene un efecto positivo sobre el crecimiento económico. La existencia de una gran diversidad de instituciones financieras configurando el sistema bancario europeo ha contribuido, de forma considerable, a obtener unos menores costes de transacción y a crear mercados financieros amplios y profundos, permitiendo economías de escala y gama en la prestación de servicios financieros y facilitando una mayor competencia entre los proveedores de servicios. Asimismo, la diversidad propicia más oportunidades de compartir el riesgo, puesto que un sistema financiero grande y competitivo estimula la innovación y permite así ofrecer una gama más amplia de instrumentos y técnicas de diversificación del riesgo.

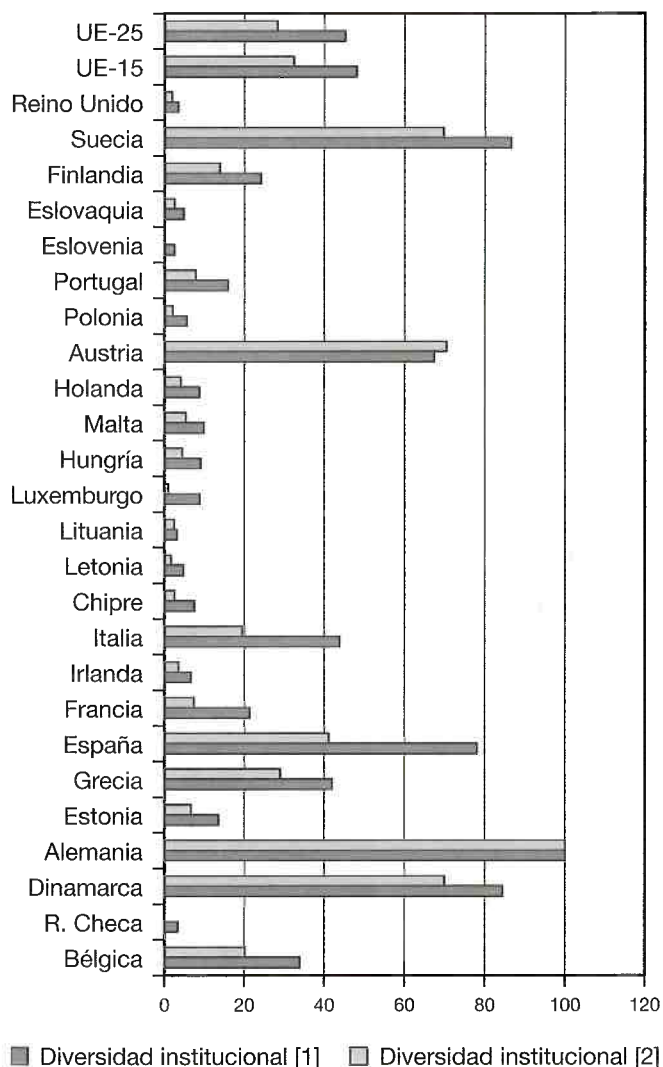
Un elemento central en el análisis respecto a la estructura competitiva del sector bancario europeo y la diversidad institucional es la eficiencia. La experiencia práctica revela que la eficiencia no deriva del crecimiento en tamaño, sino que más bien depende de una administración general saneada y de un buen gobierno corporativo y un control interno de las instituciones financieras que desempeñan su labor intermediadora en la sociedad. Ese fin último de eficiencia es posible alcanzarlo también mediante entidades «pequeñas» en relación con el sector, como es común en el caso de cajas de ahorros y cooperativas de crédito. En definitiva, la

eficiencia y la competitividad de una entidad de crédito dependen claramente de su estrategia comercial, más que del tamaño o la forma jurídica específica con la que se presente a la sociedad, lo que se traslada a una mayor competitividad global del sistema financiero en su conjunto y a la sociedad en particular. Por todo ello, la enorme variedad en las estructuras de propiedad que caracterizan las instituciones financieras requiere de una mayor implicación de las autoridades para conservar la competencia del sector en favor de los consumidores y del propio sistema. Los resultados de los principales estudios empíricos han confirmado las ventajas de la biodiversidad de entidades financieras en términos de eficiencia en el entorno internacional. Estudios pioneros, como los de O'Hara (1981), Mester (1989, 1993) y Cebenoyan, Cooperman, Register y Hudgkins (1993) para los Estados Unidos, mostraron la existencia una equiparación, e incluso de ventajas de eficiencia para las entidades de tipo mutualista o fundacional frente a los bancos comerciales convencionales. Estas ventajas han sido confirmadas en otros estudios desarrollados para Europa, como los de Altunbas, Carbó y Molyneux (2003) y Altunbas, Carbó, Gardener y Molyneux (2005), señalando que entidades como las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito europeas mostraban mayores niveles de eficiencia en costes que sus competidores de la banca comercial.

Los resultados de estos estudios empíricos parecen confirmarse por la evidencia mostrada en algunos informes recientes respecto a la estructura del sector bancario europeo, no solo ya en lo que respecta a la eficiencia, sino a la propia rentabilidad y competencia en el sector. El último informe del Banco Central Europeo (2005a), relativo a la estabilidad del sector bancario, presenta algunos datos de interés, tal y como muestra el cuadro núm. 2 para la UE-25, la Eurozona y la UE-13 (los trece países que no están integrados en la moneda única). Precisamente, la ampliación de la UE permite observar un panorama aún más complejo y variado de instituciones financieras. En 2004 había 5.562 entidades de crédito en la UE-25 y 552 grupos bancarios. De estas instituciones, la gran mayoría tienen localizadas sus sedes en la Eurozona (4.102 y 458, respectivamente). En este sentido, los países fuera de la moneda única representan una quinta parte (1.460 instituciones de crédito y 94 grupos bancarios) del total. Asimismo, el cuadro núm. 2 muestra la composición por tamaños —lo cual ya ofrece una idea de cierta diversidad institucional— de estas entidades en función del número de activos. En el conjunto de la UE-25, las entidades de mayor dimensión suponen el 71,9 por 100 del total, mientras que el 28,1 restante se lo reparten las de tamaño medio (24,5 por 100) y reducido. En la Eurozona, las proporciones son similares, mientras que en los países de la UE-15 la cuota de las entidades de tamaño elevado superan el 80 por 100 del volumen total de

GRÁFICO 1

## INDICADORES DE DIVERSIDAD INSTITUCIONAL BANCARIA EN LA UNIÓN EUROPEA



Fuente: Bankscope y elaboración propia.

activos. Con independencia de la composición, la evolución temporal permite apreciar una reducción paulatina en el número de instituciones, fundamentalmente como resultado de procesos de consolidación, que afecta tanto a las entidades de crédito nacionales (más de dos tercios del total) como a las sucursales y subsidiarias de entidades de otros países europeos.

En cualquier caso, los datos publicados por el Banco Central Europeo no permiten aproximar de forma más nítida la diversidad institucional existente en la Unión Europea. De forma alternativa, si se emplea una base de microdatos bancarios internacional como Bankscope, de Bureau Van Dijk, pueden construirse indicadores sintéticos de diversidad institucional para la UE-25. En par-

ticular, se construyeron dos indicadores (gráfico 1). El punto de partida fue la consideración genérica de tres grandes modelos de grupos bancarios: bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. En el primero de los indicadores [1] se tomó como referencia la representatividad de cajas de ahorros y cooperativas de crédito en función del número de entidades totales, como alternativa al modelo convencional de banca comercial. Para elaborar el indicador se consideró el número de entidades y no sus activos totales, con objeto de reflejar diversidad, con independencia de que se trate de entidades de pequeña dimensión localizadas en un territorio específico. Asimismo, el indicador se construye como un índice, donde a Alemania, con el mayor grado de diversidad, se le otorga el nivel 100, y el valor para el resto de países se re-escala en función del alemán. Cabe señalar que, de haber optado por el criterio de activos totales, se habría obviado en gran medida la profundidad geográfica en el servicio bancario, que es la esencia de la diversidad. El segundo de los indicadores [2] se refiere únicamente a la representatividad de las cajas de ahorros respecto al total nacional. De nuevo Alemania tiene el valor 100, con la mayor diversidad, y el valor para el resto de países se re-escala en función del alemán. Los resultados de este ejercicio son contundentes en tanto en cuanto Alemania, España, Suecia, Dinamarca y Austria aparecen, de forma destacada, como aquellos países europeos con mayor diversidad institucional. La mayor parte de los países de reciente adscripción a la UE presentan un grado de diversidad reducido y, entre la UE-15, destacan los casos de Reino Unido, Holanda e Irlanda como países donde dominan los bancos comerciales. En algunos casos, como puede ser el Reino Unido o Italia, lo reducido del nivel de diversidad se explica en gran medida por procesos regulatorios, no derivados de la competencia en el mercado, que condujeron *ex lege* a la desaparición del sector de cajas de ahorros, como tales, en estos países (Carbo, Gardener, *et al.*, 2001).

¿Cuál es el comportamiento de los sectores bancario europeos en cuanto a rentabilidad y eficiencia y cómo influye la diversidad institucional? El cuadro número 3 muestra algunos de los indicadores más representativos en este sentido. En primer lugar, se puede apreciar el porcentaje de los activos totales de entidades bancarias que corresponden, en cada país, a entidades nacionales. La media de la UE-25 se sitúa en el 61,78 por 100 frente al 79,72 por 100 de la UE-15. Estas diferencias se deben a la elevada participación de la banca extranjera en algunos nuevos miembros como República Checa, Estonia y Eslovaquia, superior al 90 por 100. En cuanto a las principales magnitudes de la cuenta de resultados, el margen de intermediación medio sobre activos totales en la UE-15 es del 1,56 por 100, frente al 2,09 por 100 de la UE-25, lo que parece indicar la existencia de una mayor intensidad competitiva en la UE-15 frente a los nuevos estados miembros.

CUADRO NÚM. 2  
ESTRUCTURA DEL SECTOR BANCARIO DE LA UNIÓN EUROPEA (2004)

	UE-25	CAMBIO DESDE 2003	EUROZONA	CAMBIO DESDE 2003	UE-13 (NO EUROZONA)	CAMBIO DESDE 2003
<b>Número de instituciones de crédito</b>						
Instituciones de crédito independientes .....	5.562	-230	4.102	-219	1.460	-11
Grupos bancarios.....	552	-18	458	-35	94	17
Instituciones de crédito.....	6.105	-270	4.551	-259	1.554	-11
— Instituciones de crédito nacionales .....	4.934	-243	3.681	-234	1.253	-9
— Sucursales y subsidiarias controladas por extranjeros .....	1.171	-27	870	-25	301	-2
<b>Activos totales de las instituciones de crédito en la muestra (miles de millones de euros-2004)</b>						
Instituciones de crédito nacionales.....	24.604	7,3	18.963	5,9	5.641	12,1
de las cuales (porcentaje):						
— Tamaño grande .....	71,9	2,3	69,4	2,5	80,6	1,0
— Tamaño medio .....	24,5	-1,8	26,5	-2,0	17,8	-0,9
— Tamaño pequeño .....	3,6	-0,5	4,2	-0,6	1,7	-0,1
Sucursales y subsidiarias controladas por extranjeros.....	4.382	13,3	2.936	8,7	1.446	24,1

Fuente: Banco Central Europeo (2005a: 41).

CUADRO NÚM. 3  
INDICADORES DEL SECTOR BANCARIO DE LA UNIÓN EUROPEA (2004)

	ACTIVOS TOTALES DE BANCOS DE PROPIEDAD NACIONAL (PORCENTAJE ACTIVOS TOTALES DEL SECTOR)	INDICADORES DE RENTABILIDAD Y EFICIENCIA						
		Margen de intermediación (porcentaje activos totales)	Margen ordinario (porcentaje activos totales)	Gastos totales (porcentaje activos totales)	ROA	ROE	Ingresos financieros (porcentaje de los ingresos totales)	Ratio de eficiencia
Austria .....	78,35	1,72	0,76	1,56	0,64	14,93	69,29	62,91
Bélgica .....	80,71	1,11	0,73	1,18	0,48	14,13	60,26	64,37
Alemania.....	94,48	0,95	0,75	1,17	0,12	13,87	55,86	68,89
España .....	90,22	1,79	1,07	1,55	0,82	15,54	62,54	54,17
Finlandia.....	38,66	1,83	0,91	1,57	0,86	11,21	66,70	57,11
Francia.....	88,84	0,70	1,87	1,69	0,55	12,63	27,13	65,79
Grecia.....	87,86	2,87	1,21	2,47	0,67	10,49	70,28	60,44
Irlanda .....	69,66	1,09	0,75	0,96	0,72	20,87	59,31	52,56
Italia.....	90,50	2,09	1,33	1,98	0,62	10,59	61,17	57,87
Países Bajos.....	90,08	1,38	0,99	1,61	0,50	13,24	58,22	67,84
Portugal.....	76,51	1,97	1,36	2,03	0,76	12,11	59,10	60,98
Chipre.....	90,29	2,38	0,98	2,07	0,22	3,84	70,76	61,67
República Checa.....	3,81	1,31	1,53	1,97	0,61	8,70	46,02	69,51
Dinamarca .....	80,49	1,07	0,52	0,88	0,55	12,37	67,09	55,16
Estonia .....	1,46	2,43	2,15	3,38	0,83	5,44	53,04	73,69
Hungría.....	37,49	5,71	1,36	3,58	2,65	34,73	80,74	50,60
Lituania.....	7,69	2,05	1,46	2,69	0,57	7,14	58,48	76,58
Letonia.....	51,94	2,37	2,56	3,09	1,43	22,83	48,10	62,63
Malta .....	28,20	2,06	0,95	1,54	0,77	12,58	68,30	51,23
Polonia .....	32,67	3,86	2,12	4,07	1,33	19,16	64,56	68,11
Suecia .....	94,13	1,29	0,77	1,20	0,64	16,05	62,63	58,05
Eslovenia.....	80,68	2,70	1,94	2,87	0,72	13,42	58,17	61,69
Eslovaquia.....	7,15	3,61	0,77	2,51	1,02	6,47	82,37	57,22
Reino Unido.....	80,84	1,75	0,75	1,05	0,82	18,04	70,00	41,94
UE-15 .....	79,72	1,56	1,02	1,52	0,64	13,73	59,94	59,03
UE-25 .....	61,78	2,09	1,23	2,03	0,79	13,35	61,67	60,88

Fuente: Banco Central Europeo (2005a: 56).

Estas diferencias se trasladan, asimismo, al margen ordinario sobre activos totales (1,02 por 100 en la UE-15 y 1,23 por 100 en la UE-25). En cualquier caso, como ponen de manifiesto los datos, no existe una relación definida entre la diversidad institucional y márgenes de negocio, encontrándose, por ejemplo, que países con elevada diversidad institucional, como España y Finlandia, se encuentran en el entorno del promedio europeo de los quince, mientras que otros, como Alemania, presentan márgenes más reducidos que la media. De forma similar, la rentabilidad sobre activos (ROA), la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) o el nivel relativo de ingresos financieros sobre ingresos totales pone de manifiesto que los países con mayor diversidad institucional gozan de rentabilidades similares o superiores (como es el caso de España) a la media europea. Del mismo modo, la eficiencia (en cuanto a costes totales sobre ingresos totales) parece favorable, en numerosos casos, a los países con mayor diversidad institucional, como sucede en España, Dinamarca y Finlandia, con niveles relativos de costes inferiores al promedio de la UE-15 (59,03 por 100).

### 3. El rendimiento de la «diversidad institucional» en el sector bancario europeo

Dada su importancia reciente, cabe preguntarse el papel que desempeñarán los nuevos miembros para

la integración financiera y la diversidad institucional europea. El cuadro núm. 4 permite observar la representatividad de los bancos cooperativos, las cajas de ahorros y otras entidades similares, como las sociedades de ahorro y crédito, frente a la alternativa de la banca comercial, a partir de un informe reciente del Banco Central Europeo sobre la estructura bancaria de estos países. Los datos permiten corroborar que la representatividad de las entidades financieras que no funcionan como sociedades por acciones es muy reducida, inferior al 10 por 100 en la práctica totalidad de los casos analizados en términos de cuota de mercado sobre activos totales. Asimismo, sus indicadores de rentabilidad (ROA o ROE) y el nivel medio de capitalización sobre pasivos totales presenta una gran variabilidad entre estos países, mucho más marcada que la observada en el conjunto de países de la UE-15, lo que viene a señalar el esfuerzo de integración reciente de estos últimos y el largo camino por recorrer de los nuevos miembros. Asimismo, las ratios de eficiencia en estos nuevos estados de la UE permiten apreciar la existencia de niveles similares a la UE-15 (en el entorno del 55-65 por 100) tan sólo en países como República Checa, Estonia y Letonia, mientras que la mayor parte de los grupos bancarios en estos países presenta niveles de coste medio superior al 70 por 100 de los ingresos totales.

A pesar de la escasez de datos en función de la estructura de propiedad, cabe preguntarse en qué medida las

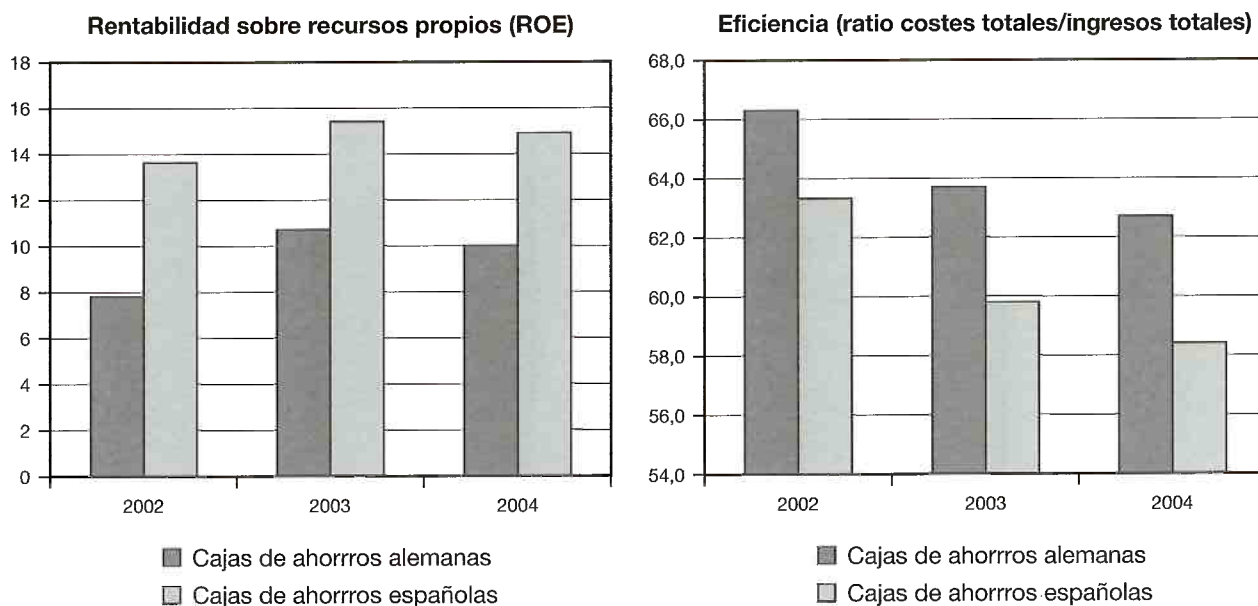
CUADRO NÚM. 4

#### ESTRUCTURA DEL SECTOR BANCARIO Y RATIOS FINANCIERAS DE LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS (2003)

		Número de bancos	Número de sucursales	Número de empleados	Activos totales (millones de euros)	Cuota de mercado	Ratio de capital total	ROE	ROA	Ratio de eficiencia
<b>Chipre</b>	Bancos comerciales .....	11	459	7.744	23.765	87,4	14,0	7,4	0,70	76,9
	Bancos cooperativos .....	1	5	201	2.497	9,2	64,9	-27,9	0,50	52,5
<b>República Checa</b>	Bancos comerciales .....	20	1.636	36.392	63.462	79,9	14,5	23,6	1,3	52,3
	Sociedades de ahorro y crédito...	6	15	1.755	8.344	10,5	13,3	13,3	0,49	57,2
<b>Estonia</b>	Bancos comerciales .....	7	194	4.204	6.302	100,0	14,5	12,6	1,50	54,0
<b>Hungría</b>	Bancos comerciales .....	31	1.147	26.549	50,73	85,0	11,6	19,8	1,65	60,6
	Bancos cooperativos.....	182	Na	Na	3,64	6,5	Na	17,9	1,18	74,0
	Bancos hipotecarios.....	3	8	316	4.131	7,6	10,8	32,4	1,36	58,3
	Sociedades de ahorro y crédito .	2	7	302	471	0,9	38,3	-15,6	-0,79	—
<b>Lituania</b>	Bancos comerciales .....	13	117	Na	6.381	100,0	13,2	13,4	1,26	77,7
<b>Letonia</b>	Bancos comerciales .....	22	206	8.112	8.459	100,0	11,7	16,3	1,47	56,1
<b>Malta</b>	Bancos comerciales .....	16	103	3.411	17,8	100,0	19,1	11,0	1,00	66,3
<b>Polonia</b>	Bancos comerciales .....	60	3.119	124.096	98.272	94,7	13,6	5,9	0,95	68,0
	Bancos cooperativos.....	600	1.275	27.161	5.446	5,3	14,2	12,3	1,66	75,2
<b>Eslovenia</b>	Bancos comerciales .....	20	1.176	11.397	21.367	98,7	11,5	12,6	1,03	62,5
	Cajas de ahorros .....	2	16	58	83	0,4	8,8	15,4	1,04	76,4
	Bancos cooperativos .....	8	16	26	192	0,9	2,6	11,8	0,7	76,6
<b>Eslovaquia</b>	Bancos comerciales .....	18	553	19.147	22.38	94,2	20,7	13,8	1,08	70,7
	Sociedades de ahorro y crédito .	3	0	650	1.371	5,8	30,9	12,1	1,90	55,9

Fuente: Banco Central Europeo (2005b: 17).

GRÁFICO 2

**RENTABILIDAD Y EFICIENCIA DE LAS CAJAS DE AHORROS EUROPEAS: EL CASO ALEMÁN Y ESPAÑOL (2002-2004)**  
 (Porcentaje)


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos suministrados por las federaciones de cajas nacionales.

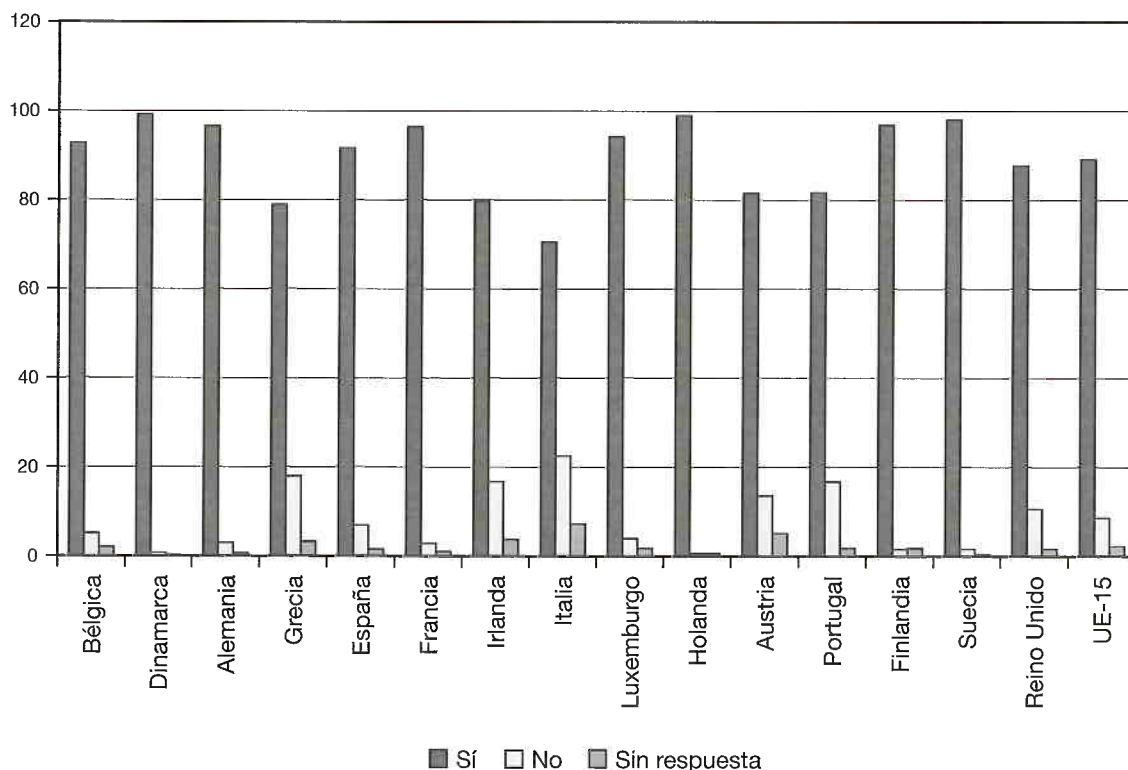
entidades europeas que presentan una forma jurídica de tipo fundacional o mutualista presentan indicadores de *performance* empresarial mayores, similares o menores a la media del sector. En el gráfico 2 se muestra la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) y la eficiencia (costes totales/ingresos totales) de dos de los principales sectores de cajas de ahorros europeas, el alemán y el español. En lo que se refiere a este indicador, las cajas de ahorros españolas presentan la mayor rentabilidad de los sectores analizados. Mientras que en 2002, la ROE de las cajas en España era del 13,6 por 100, en 2004 alcanzó ya el 14,9 por 100. En Alemania, esta evolución es algo más modesta, si bien las cajas alemanas han aumentado su ROE del 7,2 por 100 al 10 por 100 entre 2002 y 2004. A efectos comparativos, puede comprobarse que las cajas de ahorros europeas mantienen cotas de rentabilidad sobre recursos propios superiores a la media europea. En cuanto a la ratio de eficiencia costes/ingresos, ha pasado del 66,3 por 100 al 62,7 por 100 en las cajas alemanas y del 63,32 por 100 al 58,40 por 100 en las españolas, demostrando su capacidad de adecuación a las nuevas presiones competitivas en niveles similares o inferiores a las medias anteriormente mostradas para el conjunto del sector. De este modo, los sectores de cajas de ahorros español y alemán, como ejemplos ilustrativos de diversidad institucional, han presentado considerables ganancias en términos de cuota de mercado que se han visto acompañadas de una mejora en sus niveles de rentabilidad y eficiencia, tanto a lo largo del tiempo como en comparación con la media del sec-

tor en Europa. Por lo tanto, la equiparación de las cajas de ahorros con el resto del sector bancario, lejos de haber reducido su presencia y su *performance*, parece haber impulsado la competitividad de estas entidades, convertidas hoy en entidades minoristas especializadas con un peso específico destacado en algunos países.

#### 4. El papel social de la diversidad institucional: la banca de proximidad

Aunque los datos parecen apoyar la idea de que la diversidad en los sectores bancarios europeos no implica menos (sino, en todo caso, más) rendimiento y eficiencia, existen otros argumentos para justificar la diversidad institucional desde un punto de vista más amplio, el de la eficiencia social. Estudios recientes, como el de Peachey y Roe (2004) para el Instituto Mundial de Cajas de Ahorros, han puesto de manifiesto que en torno al 10 por 100 de la población europea no posee una cuenta bancaria. Sorprendentemente, el 21 por 100 de esta población ha alcanzado de forma voluntaria esta situación mediante la cancelación de toda relación contractual mantenida con las entidades bancarias. Si se toman como referencia los datos del Eurobarómetro (gráfico 3) relativos al porcentaje de población que no accede ni tan siquiera a una cuenta corriente, se observa que la situación de exclusión financiera se torna preocupante en algunos países que, como Grecia, Irlanda, Italia y Portugal superan el 15 por 100.

GRÁFICO 3  
**DISPONIBILIDAD DE UNA CUENTA CORRIENTE O SIMILAR EN LA UE-15**  
 (Porcentaje)



Fuente: Eurobarómetro 52, «Financial services: Europeans and financial services» (mayo 2000), y elaboración propia.

Las diferencias existentes entre países en esta materia vienen motivadas, entre otros factores, por la aplicación por parte de las entidades bancarias de estrategias muy heterogéneas en materia de distribución de servicios financieros, así como por la existencia de patrones de pago no uniformes. En este sentido, el diseño de medidas efectivas en la lucha contra la exclusión financiera se ha establecido desde una óptica tanto informal como formal. Las de carácter colectivo, como opción alternativa a la intervención pública y al enfoque individual, se han materializado a través de las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito, entidades financieras con una clara vocación social y fuerte arraigo territorial que han procedido a la universalización de la actividad financiera. En este contexto, son numerosas las entidades que han comenzado a desarrollar diversas respuestas ante los desafíos que este fenómeno plantea. Junto a ello, señalan la oportunidad con la que cuentan las cajas de ahorros para desarrollar esquemas proactivos que frenen el problema y cómo, de forma efectiva, lo vienen haciendo en los últimos años.

Los datos señalados destacan, por lo tanto, que la diversidad de entidades financieras tiene implicaciones

tanto económicas como sociales. En este punto, el concepto de «banca de proximidad», en sus distintas vertientes institucionales, está presente en la mayoría de países desarrollados y alude, principalmente, a una forma de hacer banca que tiene en la orientación al cliente, la vinculación al territorio y su carácter social sus rasgos distintivos más señalados. En cualquier caso, definir el término «banca de proximidad» resulta complejo si se considera la gran variedad de instituciones y mercados con características diferentes que suelen englobarse dentro de este marco. Sin embargo, para simplificar el análisis, los diversos estudios adoptan dos modelos para definir banca de proximidad. En el caso estadounidense, se identifica con los llamados *community banks*, que, con un criterio básicamente de dimensión, engloban a las entidades con menos de mil millones de dólares de activos (por lo general, pequeños bancos privados, cajas de ahorros y cooperativas de crédito). El modelo europeo, sin embargo, recoge como banca de proximidad, principalmente, la actividad de las cajas de ahorros, y se ha desarrollado especialmente en países como España, Alemania y, en menor medida, Francia. En el caso estadounidense, la importancia relativa de los *community banks* se ha visto redu-

cida en los últimos años. Esto ha puesto de manifiesto uno de los rasgos distintivos de la banca de proximidad en Estados Unidos: la necesidad de adoptar ciertas medidas en materia de regulación, destacando la llamada *Community Reinvestment Act* (puesta en marcha en 1977 y revisada en 1995), a fin de evitar la desaparición de estas instituciones, que juegan un papel predominante en el acceso al crédito y a los servicios bancarios de la población más propensa a la exclusión financiera, tales como pequeños negocios y empresas, población rural y hogares con escasos recursos.

El modelo europeo contrasta con el estadounidense, fundamentalmente, en tres extremos: a) las cajas de ahorros se han configurado como las instituciones más activas en materia de banca de proximidad; b) se pueden considerar como un modelo de éxito a escala global, compitiendo en el mercado en condiciones de igualdad con los grandes bancos, con elevadas cotas de eficiencia y rentabilidad, y c) no existe ningún tipo de paraguas regulatorio que proteja a este tipo de banca y, sin embargo, su cuota de mercado no ha parado de crecer en algunos países, como España, donde este modelo de banca juega un papel destacado (alcanzando cuotas en depósitos y créditos superiores al 50 por 100 del total del mercado). En este marco, la banca de proximidad europea, y en particular las cajas de ahorros españolas, ha logrado afrontar de manera excepcional los cambios ocurridos en el sector sin descuidar su vinculación al cliente y la Obra Benéfica Social (OBS) que desarrolla.

En cuanto al futuro del modelo europeo de banca de proximidad, no parecen existir riesgos inmediatos, dada la competitividad mostrada por las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito en los sistemas bancarios europeos. El caso español es un ejemplo de ello, en el cual la relevancia de las cajas de ahorros ha contribuido desde el sistema financiero a la mejora de la sociedad civil, favoreciendo con su actividad la inclusión financiera y la materialización en diversas iniciativas como el acceso a la vivienda, el desarrollo de programas de microfinanzas, el establecimiento de plataformas financieras para los inmigrantes y todo un amplio conjunto de iniciativas sociales enmarcadas en su OBS. Por todo ello, la simbiosis actividad de las cajas de ahorros-sociedad parece un modelo tan sostenible como exitoso.

#### **IV. CONCLUSIONES: PLURALISMO FRENTE A HOMOGENEIDAD**

A tenor de los datos referentes a la rentabilidad, eficiencia y papel social de las distintas formas de propiedad de las empresas bancarias en Europa, y puesto que éstas parecen cumplir diferentes misiones, carece

de sentido afirmar que una forma de propiedad sea superior a otra, ya que ello equivaldría a decir que solamente existe una misión legítima que pueda ser cumplida por las entidades que ofrecen servicios bancarios.

Aunque el objetivo de todas las entidades de crédito, con independencia del tipo, sea la prestación eficiente de servicios financieros, las misiones difieren de acuerdo con los objetivos que son propios de sus formas de propiedad. Cada forma jurídica persigue una serie diferente de objetivos «ligados a la propiedad», que sus estructuras están preparadas para cumplir:

— La finalidad de un banco es recaudar capital al tiempo que reduce los riesgos. Al mismo tiempo, procura alcanzar un crecimiento satisfactorio a largo plazo del valor de cada acción para todos los accionistas. Ésta puede considerarse la misión primigenia de las empresas por acciones, al menos aquellas que cotizan y tienen un amplio capital flotante.

— El objetivo central ligado a una entidad de crédito del sector público será el de satisfacer las necesidades de la comunidad local o regional en la prestación de servicios bancarios y, en general, cubrir los «fallos de mercado» que se hayan generado en el sector.

— El objetivo primario de una entidad de crédito de naturaleza fundacional será la distribución de recursos propios para servir a la voluntad y a la intención de los fundadores, básicamente la reinversión de los beneficios para fines de utilidad pública. Aunque la administración es libre para determinar de qué modo puede mejor conseguirse el mandato del fundador, no puede alterar el objetivo o la finalidad primaria prescrita por éste.

— La misión del banco cooperativo es la de conseguir la satisfacción de las necesidades de sus miembros/socios.

Se hace difícil considerar los principales atractivos e inconvenientes de cada modelo de estructura de propiedad. Por consiguiente, escoger una característica propia de una forma de propiedad y afirmar que debe ser una característica de todas las demás formas supone una desviación selectiva. La afirmación de que determinadas formas jurídicas representan una barrera a la consolidación, ya que no pueden ser absorbidas por otras instituciones bancarias, constituye un ejemplo de tal predisposición (34). En primer lugar, porque todos los activos de todas las entidades de crédito pueden ser objeto de compraventa, con lo cual el negocio jurídico básico para la integración del mercado siempre puede producirse.

Pero es que, además, tal aseveración no tiene en cuenta las características de la absorción en las socie-



dades, ni algunos de los elementos definitorios de otras formas de propiedad que no cotizan en las bolsas, y que les hacen diferentes de la forma por acciones:

— Formas jurídicas como el modelo de cooperativa o de fundación no disponen de la tradicional «moneda de cambio» (es decir, acciones con derecho a voto), y por ello no son lógicamente candidatas para absorciones potenciales. Pero, precisamente por ello, tienen que soportar la carga de oportunidades de financiación limitadas, ya que, a diferencia de las compañías por acciones, no tienen el mismo acceso al capital extranjero, y tienen que confiar básicamente en los beneficios no distribuidos a efectos de futura financiación. Éste puede considerarse el coste de oportunidad de renunciar a la opción de la forma de capital social por la elección de otra forma.

— El atractivo clave de la forma por acciones es la oportunidad de emitir acciones con derecho a voto para refinanciar el negocio a través de los mercados de capitales. Una consecuencia de esta característica es la de que los accionistas pueden ejercer el derecho a vender sus acciones a un tercero interesado en absorber la empresa. Si la perspectiva de ser absorbida alcanza el objetivo de aumentar al máximo la renta del accionista, cuando no podría hacerlo la continuación de la compañía en su forma actual, los accionistas, como propietarios actuales de la compañía, convendrán naturalmente entonces en ser absorbidos. Pero la experiencia demuestra que la gestión de las compañías por acciones choca con la existencia de «mecanismos defensivos» contra las fusiones y adquisiciones (especialmente transfronterizas), tales como los derechos de voto múltiples o votos minoritarios de bloqueo. Asimismo, las absorciones solamente son posibles para las compañías cotizadas en Bolsa, y ésta no es una exigencia para los bancos (ni en el derecho nacional ni en el derecho comunitario).

## **1. Consecuencias de promover el pluralismo**

La importancia de tener diferentes formas de propiedad debe evaluarse en el impacto que tiene con los clientes, más que en cualquier debate político abstracto. Se ha generado un valor al promover mercados pluralistas en Europa que amparan todos los tipos de estructuras de propiedad, eso sí, sin salirse del principio de «mismo negocio, mismos riesgos, mismas normas». Hacerlo así es mantener la opción del consumidor, y es por lo tanto un medio de preservar la competitividad en los mercados europeos. La alternativa de tener un pequeño número de actores con estructuras semejantes limitaría la competencia e iría, por tanto, en detrimento del consumidor. Los grados elevados de uniformidad en lo que respecta a las

estructuras legales y, por consiguiente, a estrategias comerciales son potencialmente nocivos para el desarrollo económico general en el mercado de servicios financieros, y pueden amenazar su estabilidad. En contraste, la existencia de estructuras de propiedad diferentes que desarrollen modelos comerciales distintos se plasman generalmente en estructuras de mercado y actores más diversificados. Ello tiene efectos potenciales de amortiguación de riesgos, y el resultado es un impacto positivo sobre la estabilidad en general. En consecuencia, tiene una gran relevancia para el mercado financiero nacional o europeo la presencia de una diversidad de estructuras de propiedad en la prestación de servicios bancarios.

Si el pluralismo se abandonara, una preocupación es la posibilidad de una exclusión social incrementada, debida a la consolidación bancaria. El aumento del poder de mercado resultante de altos grados de concentración en los mercados nacionales podría llevar a caídas en el número de sucursales y, con ello, a la merma de accesibilidad a los servicios bancarios en las regiones de menor renta. Este efecto puede potencialmente conducir a aumentos en la exclusión social. La regulación comunitaria debe seguir siendo neutral y no conducir a una concentración del sector bancario europeo, o situar a determinado tipo de instituciones en desventaja competitiva como resultado de las exigencias regulatorias.

## **2. Consecuencias de medir la integración europea sobre la base del grado de consolidación internacional**

De lo que no cabe duda es de que la ruptura de esta diversidad favorecería al modelo de sociedad por acciones, y a su vez, incrementaría exponencialmente la consolidación bancaria en Europa, sin que sea en sí misma un objetivo con racionalidad económica. Hay alternativas a la consolidación bancaria, como por ejemplo la creación de vehículos financieros instrumentales, la cooperación, el crecimiento orgánico a través de la descentralización, que han demostrado su validez no sólo en términos económicos, sino también, lo que es más importante, en términos de proveer eficazmente a las necesidades del consumidor. Por eso no está claro por qué los grados de consolidación nacional y transnacional han de verse como «barómetros» de integración con exclusión de cualesquiera otras estrategias bancarias.

No existe garantía de que una mayor consolidación bancaria habría de conducir necesariamente a un sector bancario más eficiente o más competitivo. Por consiguiente, nada es intrínseca o manifiestamente bueno en la consolidación bancaria en el ámbito de las ten-

tativas para alcanzar una más profunda integración en el sector bancario europeo. Los que están a favor de la consolidación argumentan que ésta llevará a un aumento de los beneficios económicos gracias a los progresos en la eficiencia. Y eso, como se ha demostrado anteriormente, puede conseguirse también en entidades pequeñas.

Los efectos de escala pueden conseguirse a través de absorciones, pero igualmente se pueden alcanzar, por ejemplo, mediante la cooperación dentro de una estructura conjunta. Estas estructuras pueden también conseguir progresos de eficiencia centralizando determinadas operaciones del mercado mayorista, e incluso absorbiendo costes regulatorios mediante la cooperación en el *back office* (cumplimiento normativo, auditoría, normas de conducta, transparencia...).

Si medimos el grado de integración del mercado financiero únicamente sobre la base del grado de consolidación internacional de los sujetos que operan en él, podríamos amparar ambiciones políticas y económicas no deseables. Las autoridades económicas, en mercados financieros nacionales muy homogéneos y concentrados, pueden tener la tentación de imponer su modelo único de banca comercial en toda Europa. No por razones de «integración» de mercado, que como hemos visto no se derivarían de este proceso, sino para satisfacer a sus campeones nacionales en las fusiones y adquisiciones que tengan lugar en el mercado financiero europeo.

Las autoridades económicas nacionales de mercados plurales no deben caer en este falso debate porque, como se ha demostrado, la eficiencia y la competitividad de una entidad de crédito dependen claramente de su estrategia comercial, de un buen gobierno y de un control eficiente, más que de la forma jurídica específica con la que se presente a la sociedad.

## NOTAS

(1) Un análisis de las distintas formas de propiedad presentes en los mercados financieros y no financieros anglosajones puede encontrarse en HANSMAN (1996).

(2) Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio «Se entiende por entidad de crédito *toda empresa* cuya actividad consista en recibir del público fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia en forma de depósitos, préstamos...».

(3) <http://www.europa.eu.int/eur-lex/lex/JOIndex.do?year=2005&serie=C&textfield2=32&Submit=Buscar>.

(4) Directiva 93/6/CEE, del Consejo, sobre adecuación de capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

(5) Directiva 94/19/CEE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos.

(6) Directiva 2002/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y de seguros de un conglomerado financiero.

(7) Directiva 2002/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, y por la que se modifica la Directiva 90/619/CEE, del Consejo, y las directivas 97/7/CE y 98/27/CE.

(8) Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio «Se entiende por entidad de crédito *toda empresa* cuya actividad consista en recibir del público fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia en forma de depósitos, préstamos...».

(9) Directiva 2005/60/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo.

(10) Directiva 2003/51/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2003, por la que se modifican las directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE, 88/635/CEE, del Consejo, sobre las cuentas anuales y consolidadas de determinados formas de sociedades, bancos y otras entidades financieras y empresas de seguros.

(11) Directiva 85/611/CEE, del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

(12) Directiva 87/102/CEE relativa a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los estados miembros en materia de crédito al consumo.

(13) «As a general matter, one cannot say that one form of ownership is superior to another. Ownership by any group of a firm's patrons—whether investors, consumers, workers, or other suppliers—can be efficient in the appropriate context, and the same is true of nonprofit firms. Each type of ownership has its appropriate niche in the economy. The relative efficiency of alternative forms of ownership in any given industry is determined by the costs of market contracting and the costs of ownership that confront the industry's consumers and suppliers» (HANSMAN, 1996).

(14) Cfr.: F. HAUSMANN, *Vom Aktienwesen and vom Aktienrecht*, Berlín, 1928: 3.

(15) Por otra parte, la evolución natural de la sociedad anónima no se orienta fatalmente en el mismo sentido en los diferentes estados nacionales. La realidad económica, la realidad política o la realidad social y sindical condicionan el sentido de la evolución. Por esta razón, cualquier intento de incorporación a determinado derecho de soluciones ya probadas en otro distinto, no puede realizarse sin el análisis previo de la correspondencia de esas soluciones con el mercado en el que se pretende operar y de la relación entre las formas anónimas y las demás formas empresariales (y, en general, estructuras jurídicas) admitidas en este ordenamiento jurídico (Rojo, 1988).

(16) Este Reglamento establece una forma jurídica opcional que no sustituye a las leyes existentes que rigen las cooperativas a escalas nacionales o regionales.

(17) Considerando núm. 7 del Reglamento del Consejo (CE) número 1435/2003.

(18) Artículos 1.3 y 1.5 del Reglamento del Consejo (CE) número 1435/2003.

(19) El capital puede aumentarse o reducirse sin enmendar las normas y sin anuncio público alguno, siempre que se respete un grado mínimo, y que el importe del capital se revele anualmente.

(20) Capítulo III, artículos 36-63 del Reglamento del Consejo de 22 de julio de 2003, relativo al estatuto de la sociedad cooperativa europea.

(21) El derecho francés es especialmente ilustrativo a estos efectos. El activo neto de los cooperantes franceses puede reunirse a través de la emisión de:

- acciones cooperativas;
- acciones de inversión cooperativa;
- acciones de asociación cooperativa;
- acciones preferentes.

Las tres últimas categorías de acciones no pueden exceder en junto el 50 por 100 del capital. Los derechos de voto de tales miembros inversores son inexistentes, o por lo menos, están estrictamente limitados.

(22) Específicamente, en lo que toca a la SCE, el párrafo 3 del artículo 65 de la Directiva del Consejo (CE) núm. 1435/2003 dice que los «miembros que abandonen la SCE no tienen derecho a las cantidades (así) destinadas a la reserva legal».

(23) SA es también la abreviatura de los conceptos jurídicos equivalentes en otros países europeos, concretamente, Sociedad Anónima en español y Sociedade Anónima en portugués.

(24) El pionero de los códigos de Gobierno Corporativo en Europa fue el Informe Cadbury, publicado en el Reino Unido el 1 de diciembre de 1992. El objetivo del Comité, presidido por Adrian Cadbury, era el de ayudar a mejorar las normas de gobierno de las sociedades y el nivel de confianza en la información financiera y la auditoría.

El Informe mantiene el principio de la autorregulación como base de su cumplimiento, si bien advierte a las empresas —aptd. 3.6.— sobre la falta de cumplimiento al indicar que «... si no se aprecia una mejora de las reglas de información financiera y de conducta empresarial, será inevitable un mayor recurso a la normativa». Introduce, asimismo, el principio de «cumplir o explicar», seguido por la mayoría de los códigos posteriores.

Al Informe Cadbury siguen otros códigos publicados en el Reino Unido: el Informe Greenbury —julio de 1995—, el Informe Hampel —enero de 1998— y el Informe Higgs —enero de 2003—, integrados todos en el *código combinado*, publicado por primera vez en julio de 1998 y puesto al día en junio de 2003, tras la publicación del Informe Higgs.

(25) Muchos de estos obstáculos (acciones de voto plural, *golden shares*, blindajes estatutarios, multicotización) fueron puestos de manifiesto por el informe del Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades designado por el Comisario Bolkestein en septiembre de 2001, en el llamado Informe Winter.

(26) Una donación o legado previsto para mantener de modo permanente, e invertido para crear ingresos para una organización o fundación.

(27) Esta definición proviene del European Foundation Centre (EFC), que es el punto de reunión de los fundadores independientes que trabajan en Europa y con Europa. Fundaciones y ciudadanos asociados de toda Europa y del mundo son miembros y socios del EFC, que promueve y realiza su labor.

(28) En el caso de las cajas de ahorros españolas, los excedentes líquidos deben usarse para reservas (aunque este porcentaje puede verse reducido por el Banco de España cuando el capital en acciones supere en 1/3 los mínimos establecidos; por otra parte, si el déficit del capital en acciones es superior al 20 por 100, todo el beneficio neto debe destinarse a reservas).

(29) El artículo 2.2 de la Directiva 2000/12/CE se dedica a relacionar, país por país, una serie de entidades financieras de naturaleza pública en los que no se aplica la Directiva. Entre otros, el Instituto de

Crédito Oficial en España, la Caisse de Depots et Consignations en Francia, la Casse de Poci ti e Prestitti en Italia, etcétera.

(30) [http://ec.europa.eu/comm/commission\\_barroso/mccreevy/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/comm/commission_barroso/mccreevy/index_en.htm).

(31) La resolución se dictó el 4 de julio de 2006 y, al cierre de esta edición, estaba pendiente de publicación en el *Boletín Oficial*.

(32) [http://ec.europa.eu/comm/competition/antitrust/others/sector\\_inquiries/financial\\_services/interim\\_report\\_2.pdf](http://ec.europa.eu/comm/competition/antitrust/others/sector_inquiries/financial_services/interim_report_2.pdf)

(33) Véase, por ejemplo, MORÉ (2005), DAMIA (2005) y ADAMS y PAGE (2003).

(34) La existencia de instituciones de crédito en una forma jurídica que no esté sujeta a absorciones no supone una quiebra del movimiento libre de capital según el art. 56 del Tratado de la UE porque sería contravenir otro artículo del tratado (295).

## BIBLIOGRAFÍA

ADAMS, R. H. Jr., y PAGE, J. (2003), «The impact of international migration and remittances on poverty», *World Bank Policy Research Working Paper 3179*, Banco Mundial, diciembre.

ALTUNBAS, Y.; CARBÓ, S., y MOLYNEUX, P. (2003), «Ownership and performance in European and US banking - A comparison of commercial, co-operative & savings banks», *Documento de Trabajo 180/2003*, Funcas, Madrid.

ALTUNBAS, Y.; CARBÓ, S.; GARDENER, E. P. M., y MOLYNEUX, P. (2005), «Examining the relationships between capital, risk and efficiency in European banking», *European Financial Management*, en prensa.

BANCO CENTRAL EUROPEO (2005a), «EU banking sector stability», *ECB Occasional Papers*, octubre

— (2005b), «Banking structures in the new EU Member States», *ECB Occasional Papers*, enero.

CARBÓ, S.; GARDENER, E. P. M. *et al.* (2001), *Tres análisis sobre cajas de ahorros y sistema financiero*, Estudios de la Fundación núm. 10, Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas. Madrid.

CEBENOYAN, A. S.; COOPERMAN, E. S.; REGISTER, C. A., y HUDGKINS, S. (1993), «The relative efficiency of stock versus mutual S & Ls: A stochastic frontier approach», *Journal of Financial Services Research*, 7: 151-170.

CRESPI, R.; GARCÍA-CESTONA, M. A., y SALAS, V. (2004), «Governance mechanisms in Spanish banks. Does ownership matter?», *Journal of Banking and Finance*, 28: 2311-2330.

DAMIA, V. (2005), «Capturing information on remittances and other flows - a fact-finding in Europe, A study of the European Central Bank», *International Technical Meeting on Measuring Migrant Remittances*, Banco Mundial.

HANSMAN, H. (1996), *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press, Estados Unidos.

MESTER, L. J. (1989), «Testing for expense preference behaviour: mutual versus stock savings and loans», *The Rand Journal of Economics*, 20: 483-498.

— (1993), «Efficiency in the savings and loan industry», *Journal of Banking and Finance*, 17: 267-286.

MORÉ, I. (2005), «Emigrant's remittances in Spain: an opportunity for action abroad», *Workim Paper 3/2005*, Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos.

O'HARA, M. (1981), «Property rights and the financial firm», *Journal of Law and Economics*, 24: 313-333.

- PEACHEY, S., y ROE, A. (2004), *Access to Finance: A Study for the World Savings Banks Institute*, WSBI.
- PROWSE, S. (1995), «Alternative methods of corporate control in commercial banks», *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review* (tercer trimestre): 24-36.
- (1997), «The corporate governance system in banking: What do we know?», *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, marzo: 11-40.
- ROJO, A. (1988), «Los problemas de adaptación del derecho español al derecho comunitario en materia de sociedades anónimas», *Revista del Derecho Comercial y de las Obligaciones*, 127: 121-133.
- VIVES, X. (2000), «Lessons from European banking liberalization and integration», en CLAESSENS, S. y JANSEN, M. (eds.), *The Internationalization of Financial Services: Issues and Lessons for Developing Countries*, La Haya, Kulwer Law International, Holanda.



# El impacto de la exclusión financiera en Europa: algo más que integración financiera

Blanca Delgado Márquez  
Francisco Rodríguez Fernández

## I. INTRODUCCIÓN

El proyecto de integración financiera en la Unión Europea (UE) se encuentra condicionado no sólo por la heterogeneidad de experiencias existentes en los distintos estados miembros, sino también porque las implicaciones sobre el bienestar son múltiples y, en el caso de fenómenos como la exclusión financiera, suelen tener una importante raigambre social. El grueso de la política de integración financiera —instrumentada en los últimos años desde la Comisión Europea a través del Plan de Acción de los Servicios Financieros (FSAP, por sus siglas en inglés) y, en los próximos años, a partir del *Libro Blanco* de los servicios financieros— se ha centrado en los problemas derivados de la pluralidad de condiciones financieras y, por lo tanto, la ausencia de un mercado único, centrandose gran parte de los esfuerzos en conceptos tales como «homogeneidad» o «consolidación». Sin embargo, la propia Comisión Europea, en diversos informes de seguimiento del FSAP, reconoce que el mercado único de servicios financieros pasa por algo más que la homogeneidad o la consolidación transfronteriza y que las realidades de los mercados locales suponen un elemento esencial para el adecuado funcionamiento de los sistemas financieros, todo ello sin renunciar a una progresiva armonización de las condiciones de acceso y precio en la Unión Europea.

Sin embargo, al margen de los esfuerzos a favor de la integración, existen problemas de exclusión financiera que, lejos de ser emergentes, se han convertido en una importante realidad. De este modo, es tan preocupante como poco conocido que alrededor del 10 por 100 de la población europea no tiene ni siquiera acceso a una cuenta bancaria básica y que estas cifras presentan un elevado grado de dispersión entre los estados miembros. En este sentido, y al margen de las políticas públicas que puedan arbitrar medidas para favorecer la inclusión financiera, la política de integración

financiera debería considerar factores tales como la diversidad institucional, preservar la banca local y relational, y favorecer iniciativas para la inclusión de colectivos desfavorecidos.

En este artículo se pasa revista a algunos de los problemas que plantea un escenario de integración financiera al margen de la exclusión financiera. Para ello se realiza tanto una revisión crítica del fenómeno de la exclusión financiera en la UE, dentro del marco de las políticas de integración, como un breve repaso a los datos disponibles para la UE-25 sobre acceso a los servicios financieros y las características de éstos en un marco homogéneo. El artículo se estructura en tres apartados siguiendo a esta introducción. En el apartado II se estudia el fenómeno de la exclusión financiera en Europa, así como el contraste que supone la homogeneización institucional derivada de algunas políticas de integración con la diversidad de necesidades financieras en el ámbito social y geográfico. A continuación, en una perspectiva más práctica, el apartado III ofrece un diagnóstico general de la situación del acceso a los servicios financieros en la UE-25 y de su íntima relación con el desarrollo financiero y económico. El artículo se cierra con las principales conclusiones e implicaciones de política económica.

## II. LA EXCLUSIÓN FINANCIERA EN EUROPA

En este apartado se establece un marco de análisis para revisar el estado de la exclusión financiera en la UE, sus implicaciones teóricas y la evidencia empírica. A tal fin, se muestra, en primer lugar, una revisión de las distintas propuestas sobre los posibles efectos de la integración financiera y la exclusión financiera. Asimismo, se ofrece una clasificación de las acciones que se están arbitrando en las principales economías de la UE para combatir estos problemas.

## 1. La realidad de la exclusión financiera en la sociedad europea

El acceso a los recursos financieros constituye un factor determinante a la hora de explicar el incremento de la tasa de crecimiento económico de un determinado territorio, como elemento de integración y cohesión social, tanto en países desarrollados como en las áreas más deprimidas. No obstante, la evidencia muestra que existe en cada área —desarrollada o no— un porcentaje significativo de población que se hayan excluida del acceso a estos recursos financieros, si bien este porcentaje varía considerablemente en función del grado de desarrollo del país. En el caso de los países pertenecientes a la UE-15, como se recoge en Peachy y Roe (2006), el porcentaje de acceso a los servicios financieros básicos tiende a situarse alrededor del 90 por 100. Sin embargo, la variación entre países no es despreciable, llegando a alcanzar los diez puntos porcentuales. Como muestra el cuadro núm. 1, los porcentajes mayores de inclusión financiera se sitúan en los países escandinavos, Francia, Alemania, Holanda y España. En el extremo opuesto cabe citar los casos de Italia e Irlanda.

En cualquier caso, el análisis del fenómeno de la exclusión requiere, en primer lugar, una definición exhaustiva del mismo y de sus causas. La exclusión financiera puede entenderse como la incapacidad y/o rechazo por parte de determinados grupos sociales al acceso a los servicios financieros (Carbó, Gardener y Molyneux, 2005). En una concepción más amplia, Sinclair (2001) define la exclusión financiera como «la incapacidad para acceder a servicios financieros necesarios de una forma apropiada». Sea cual sea la definición, la exclusión puede ser el resultado de problemas en el acceso, las condiciones, los precios, el *marketing* o la auto-exclusión en los servicios financieros, fundamentalmente como una respuesta a percepciones o experiencias negativas.

Si bien no existe un único prototipo de colectivo afectado, sí es cierto que diversos autores han identificado determinados grupos sociales más propicios a la exclusión financiera. Así, Carbó, Gardener y Molyneux (2005) reconocen que la exclusión financiera afecta a un elevado porcentaje de población europea con reducidos ingresos. La exclusión de los servicios financieros abarca un rango de productos básicos que incluyen facilidades de crédito, seguros, servicios de pago, domiciliaciones o, simplemente, cuentas de depósitos. Del mismo modo, se observa que el fenómeno de la exclusión financiera parece estar concentrado, tanto geográficamente como en determinados colectivos sociales. En este sentido, Sinclair (2001) explica que la exclusión financiera suele estar focalizada en grupos particulares de la sociedad, como los desempleados de larga duración, los pensionistas de mayor edad, los

CUADRO NÚM. 1  
DISPONIBILIDAD DE UNA CUENTA CORRIENTE  
O SIMILAR EN LA UE-15

PAÍS	PORCENTAJE DE POBLACIÓN
Bélgica .....	92,7
Dinamarca.....	99,1
Alemania .....	96,5
Grecia.....	78,9
España .....	91,6
Francia .....	96,3
Irlanda .....	79,6
Italia.....	70,4
Luxemburgo.....	94,1
Holanda.....	98,9
Austria .....	81,4
Portugal.....	81,6
Finlandia.....	96,7
Suecia .....	98,0
Reino Unido .....	87,7
Media EU-15.....	89,6

Fuente: Eurobarómetro (Unión Europea).

enfermos y discapacitados, las familias monoparentales y ciertos grupos pertenecientes a minorías étnicas.

En el Reino Unido, donde, junto con España, se han realizado los principales estudios al respecto, la Unidad Gubernamental de Exclusión Social ha constatado que este fenómeno afecta a los individuos, familias y comunidades en los que existen elevados niveles de desempleo, niveles culturales reducidos, poca o ninguna inversión, hogares e infraestructuras deficientes, salud precaria, familias desestructuradas y elevadas tasas de criminalidad. En este sentido, como señala Sinclair (2001), el grado de exclusión financiera puede ser evaluado en términos de: niveles de acceso a servicios bancarios básicos para la transmisión de dinero; niveles de acceso al crédito; niveles de acceso a un seguro; niveles de endeudamiento; niveles de ahorro a largo plazo (de los cuales los más importantes son las pensiones); niveles de instrucción financiera. Las características de los que tienen más posibilidades de ser excluidos suelen coincidir en la práctica totalidad de los estudios y, en conjunto, puede agruparse como: hogares en los que ninguno de los miembros trabaja; familias monoparentales; hogares que pertenecen a ciertas minorías étnicas; personas que reciben algún tipo de ayuda en sus ingresos; personas que abandonaron los estudios a una edad temprana.

Junto con la delimitación del concepto y la caracterización de los núcleos de población afectada, las causas de la exclusión constituyen un elemento central de este análisis. La exclusión financiera parece ser un fenómeno que emerge como resultado de un conjunto complejo de factores interdependientes. Los desarrollos

socioeconómicos son claramente importantes. Los avances actuales en la industria de servicios financieros son también determinantes; la exclusión financiera se ha visto exacerbada por los desarrollos estructurales y estratégicos en la industria de servicios financieros. En particular, la intensificación de la competencia, la radicalización de conceptos como «valor del cliente», entendido en muchas ocasiones más como «cliente adinerado» que como «valor de la clientela», y la consiguiente segmentación de los clientes y búsqueda de los más acaudalados han sido variables especialmente determinantes. Las barreras a la inclusión son variadas, complejas e interrelacionadas, englobando, por un lado, obstáculos claramente observables como las barreras a la transparencia (ingreso) y, por otro lado, otros impedimentos más difícilmente perceptibles como las creencias personales y los prejuicios.

Carbó, Gardener y Molyneux (2005) realizan una clasificación de los factores que se encuentran, a la luz de la experiencia internacional, más directamente relacionados con la exclusión financiera, incluyendo: nivel reducido de ingresos en el hogar; uso de fuentes de crédito caras; pedir prestado para afrontar los gastos del día a día; ausencia de ahorro; falta de acceso a tarifas de la gasolina más baratas; preocupación a causa del endeudamiento; trabajar en ocupaciones inseguras y con reducidos salarios.

Asociadas a estas situaciones, las familias que afrontan una mayor probabilidad de encontrarse excluidas son aquellas que habitan en un hogar en el que los individuos que están empleados tienen unos ingresos reducidos; aquellas en las que se dan situaciones de desempleo, especialmente si éste es de larga duración, aquellas en las que sus integrantes poseen un historial laboral escaso; aquellas que no cuentan con una cultura financiera mínima, lo que provoca en los individuos un rechazo hacia los productos y servicios financieros; aquellas que viven en territorios alejados del lugar donde se ubica la institución financiera más cercana; aquellas donde existe un reducido grado de familiaridad con las nuevas tecnologías (\*). Un factor especialmente importante es la propiedad de la vivienda, aspecto que presenta dos vertientes contrapuestas desde el punto de vista de la exclusión financiera. Por un lado, abre mayores posibilidades de acceso a servicios financieros; por otro lado, puede constituir en sí misma una fuente de problemas de endeudamiento.

En cuanto a las consecuencias, la exclusión financiera y los asuntos ampliamente relacionados con el acceso a los servicios financieros constituyen en la actualidad un motivo de preocupación a escala global, si bien, en ocasiones, no resulta fácilmente conciliable o no se contempla de forma explícita en iniciativas globales como la de la integración financiera. Aunque la

exclusión financiera no es un problema reciente, sus consecuencias son hoy en día más serias de lo que lo fueron en épocas anteriores. La imposibilidad de tener acceso a los recursos financieros clave (tales como una cuenta bancaria, crédito para el consumidor, ahorros o seguro) puede desembocar en numerosos problemas en una sociedad tan competitiva como la actual, tan rápidamente cambiante y con una demanda creciente. Un elevado número de consecuencias pueden emerger, por ejemplo, de la ausencia de ahorro por parte de los ciudadanos de un país. La más importante de todas, como destacan Carbó, Gardener y Molyneux (2005), es la pérdida de seguridad y flexibilidad en las transacciones habituales y en los contratos, incluyendo el laboral.

En el Reino Unido, la Financial Services Authority (FSA, 2000) sugiere que las consecuencias de carecer de productos financieros de ahorro pueden encuadrarse en dos grupos. En primer lugar, el problema de no tener acceso a ningún producto de ahorro formal y verse obligado a ahorrar vía métodos informales. En segundo lugar, la consecuencia de sobrevivir sin ningún ahorro y la incertidumbre asociada. Las consecuencias de la exclusión financiera, por lo tanto, no se circunscriben únicamente a los individuos, sino que también tienen un impacto en sus comunidades. La pérdida de acceso a los servicios financieros de ciertas localidades (la llamada «desertificación financiera») ha estado asociada con el deterioro en la construcción del entorno, con un crecimiento económico restringido y con problemas sociales. En este entorno, a las consecuencias anteriores se pueden añadir otras como la incapacidad para ahorrar y adquirir activos, un endeudamiento creciente y, en los casos más extremos, la bancarrota.

Recientemente, el gran desarrollo de la intermediación financiera tanto a escala nacional como internacional ha desembocado, entre otras cosas, en la aparición de una gran cantidad de literatura sobre la interacción entre el sistema financiero y el sector real de la economía (especialmente, el crecimiento económico). En la búsqueda de los nexos entre el desarrollo del sistema financiero de un país y el crecimiento económico de éste, resulta interesante realizar una revisión a las principales aportaciones de diferentes investigadores al respecto.

Como recoge Levine (1996), la abundancia de razonamientos teóricos y la evidencia empírica sugieren una relación positiva de primer orden entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Hay evidencia, incluso, de que el nivel de desarrollo financiero es un buen indicador adelantado de las futuras tasas de crecimiento económico, acumulación de capital y cambio tecnológico. En este entorno, la importancia de los avances del sistema financiero radica en proveer a la economía de variados instrumentos para reducir al máxi-



mo los costes de transacción y las asimetrías informativas entre los participantes en una transacción (Goodhart, 1975). Se entiende que a mayor grado de desarrollo de un sistema financiero, menores costes e información asimétrica que, probablemente, en otras circunstancias, se traducirían en un menor volumen de transacciones llevadas a cabo.

Con objeto de caracterizar la interacción entre iniciativas de integración financiera y exclusión social, conviene partir de un marco conceptual de la estructura del sistema financiero en un entorno global. En este punto, Merton y Brodie (1995) indican que este marco pretende dos objetivos fundamentales: por un lado, establecer las diferencias interfronterizas en la estructura institucional y, por otro lado, explicar los cambios en estas estructuras institucionales. Este marco conceptual tiene cabida tanto en el análisis del sistema financiero en su conjunto como en decisiones individuales de estrategia de negocios y en elecciones específicas de política pública. Para todo ello, el marco se sustenta en dos premisas: en primer lugar, las funciones financieras son más estables que las instituciones financieras, es decir, que las funciones varían menos entre países y que cambian menos a lo largo del tiempo; en segundo lugar, la competencia desencadenará una evolución en las estructuras institucionales, lo cual se traducirá, a su vez, en una mayor eficiencia en los resultados de las funciones del sistema financiero.

En cualquier caso, no puede olvidarse que los procesos de integración recientes se han visto acompañados de una marcada liberalización financiera. En este sentido, Eichengreen y Mussa (1998) argumentan que la liberalización de los flujos de capital y, más generalmente, la liberalización financiera son inevitables para los países que desean obtener los sustanciales beneficios de participar en el abierto sistema económico mundial en la era de la información y las tecnologías de la comunicación. Sin embargo, la liberalización financiera entraña también sus peligros. Mientras los sistemas liberalizados proporcionan oportunidades a los individuos, las empresas y las instituciones financieras, también crean turbulencias sistémicas. No hay forma de suprimir por completo estos peligros, sino a través de una fuerte represión financiera, lo cual resulta aún más dañino. En cualquier caso, estos riesgos potenciales sí pueden ser limitados considerablemente, de forma que la liberalización financiera, comentan estos autores, no sólo es inevitable, sino también beneficiosa.

Prasad *et al.* (2003) proponen un esquema que recoge los canales a través de los cuales una mayor integración financiera puede impulsar un mayor crecimiento económico. La integración financiera internacional promueve el crecimiento económico a través de dos tipos de canales. Por un lado, los llamados canales directos,

grupo en el que se englobarían el incremento del ahorro familiar, los menores costes del capital debido a una mejor distribución del riesgo, la transferencia de tecnología y *know-how*, y el desarrollo del sector financiero. Por otro lado, los canales indirectos, tales como la promoción de la especialización, el compromiso para desarrollar mejores políticas económicas y la potenciación de la llegada de capitales gracias a la señalización de mejores políticas económicas.

Finalmente, en el entorno de la liberalización y la integración financieras, según Peachy y Roe (2006), la función distributiva de las finanzas sólo funciona, y puede llegar a amplios colectivos, si el sistema financiero puede desempeñar con éxito otra de sus funciones principales: movilizar el ahorro. Los sistemas financieros en los que la función de movilización sea débil contribuirán de forma escasa al crecimiento, independientemente de la calidad de las instituciones que los compongan. La debilidad en esta función es frecuente en los países con reducidos ingresos y en áreas deprimidas de países desarrollados.

## **2. Integración financiera y exclusión financiera: ¿objetivos paralelos?**

En los últimos años, la política europea de integración financiera se ha llevado a cabo a través de iniciativas diversa índole, con un distinto grado de incidencia para la exclusión financiera en los países de la UE. El Plan de Acción para los Servicios Financieros (FSAP), marco fundamental de la política financiera común entre 1999 y 2005, postulaba, como objetivo básico, tener elaborado, antes de finales de 2005, un marco jurídico que posibilitase un ejercicio efectivo de la libertad de mercado en el ámbito de los servicios financieros de la Unión Europea. No obstante, gran parte de los resultados de su aplicación están aún por determinarse. En cualquier caso, mientras la banca mayorista cuentan con un mayor grado de integración, más patente en términos de competencia que en términos de consolidación transfronteriza, la banca minorista presenta un nivel de integración mucho menor. El FSAP abordó el estudio de tres características clave del sector bancario de la UE (estructura, grado de competencia y resultados) para decidir qué medidas pueden implementarse para mejorarlas. Algunos de las observaciones más destacadas que se recogían en el FSAP pretendían abordar aspectos con una importante incidencia tanto en la integración como en el acceso a los servicios financieros. Por un lado, en lo que respecta a la estructura del sector bancario de la UE, la consolidación de la actividad bancaria se ha producido, principalmente, a escala nacional, mientras que las fusiones y adquisiciones transfronterizas han sido escasas. Asimismo, los préstamos bancarios continúan siendo la principal fuente de finan-

ciación del sector privado, y la presencia física de las instituciones constituye un factor clave para atraer clientes. Por lo tanto, se reconoce la vigencia y necesidad de la infraestructura física como mecanismo de acceso a los servicios financieros. Por otro lado, la presión competitiva sobre los bancos se ha incrementado, en parte debido a la competencia de otras categorías de suministradores de los servicios. En este sentido, la integración persigue el logro de precios minoristas más competitivos y homogéneos que faciliten el acceso a los servicios financieros en condiciones ventajosas y de igualdad. Con este diagnóstico, las medidas contempladas en el FSAP han perseguido, fundamentalmente, facilitar la entrada al mercado de nuevos competidores. Sin embargo, las barreras a las actividades bancarias y de entrada en el mercado aún permanecen, en parte debido a que los consumidores tienden a confiar más en sus instituciones locales. Este aspecto no es, como el propio FSAP reconoce, necesariamente negativo, puesto que, dado que las entidades locales abarcan un ámbito geográfico y poblacional amplio y con necesidades específicas, respetar la «biodiversidad» de las instituciones que operan en el mercado bancario parece no sólo positivo, sino incluso necesario. En este sentido, el FSAP también asume que los esfuerzos deberían encaminarse a fomentar la transparencia de las transacciones y promover la convergencia de las prácticas respetando la diversidad institucional. En este punto, una mayor integración en el sector minorista debería ir acompañada por medidas de construcción de confianza.

Una vez que el FSAP se ha completado, y a la espera de conocer su alcance práctico, las iniciativas de la Comisión Europea se han centrado en la elaboración de un *Libro Verde* sobre la política de servicios financieros en la UE que, finalmente, dio lugar a la publicación de un *Libro Blanco* en diciembre de 2005. En este sentido, el informe presentado por el comisario de Servicios y Mercado Interior, Charlie McCreevy (2005) ante al Consejo de Ministros de Economía y Finanzas resume estas nuevas iniciativas que tienen como horizonte 2010. En primer lugar, se reconoce que los avances en materia de consolidación transfronteriza en el sector financiero de la UE han sido escasos en comparación con otros sectores, si bien se indica que la diversidad institucional es «un activo para la economía europea y no debe cuestionarse». Por lo tanto, la nueva política de servicios financieros extiende el debate previo respecto a la validez de la consolidación transfronteriza y la homogeneización institucional como criterios de integración y desarrollo financiero. En este sentido, el informe expone un cierto contrapunto, al señalar que «las excesivas rigideces legales y estructurales, así como las normas ultraprotectoras que impiden la consolidación, están penalizando a la postre a las compañías frente a sus competidores europeos o extracomunitarios». En otro apartado del informe, McCreevy destaca que «en algu-

nos estados miembros, ciertos tipos de entidades no pueden, de hecho, o incluso por ley, ser adquiridas por compañías que tengan una estructura legal diferente». En cualquier caso, una de las principales diferencias entre la integración transfronteriza y la nacional es que, en la primera, cuando una entidad financiera adquiere una empresa rival de otro país, la empresa adquirente suele doblar el tamaño de la empresa adquirida, mientras que en las adquisiciones a escala nacional las entidades involucradas poseen una envergadura similar. Una segunda peculiaridad radica, según el informe, en la escasez de operaciones transfronterizas intersectoriales, un modelo de integración más habitual a escala nacional. En este sentido, de nuevo se ofrece un cierto aire de ambigüedad en los objetivos al señalar que «no podemos permitirnos el statu quo actual, con 25 mercados medianos compuestos por campeones de segunda división». En este sentido, en principio, la Comisión Europea parece optar por la conveniencia de creación de grandes campeones europeos.

Sin embargo, la actividad bancaria transfronteriza, si bien puede medir el grado de integración entre grandes campeones nacionales, no tiene la misma repercusión sobre la actividad minorista y el acceso a los servicios financieros. En el objetivo de la integración, sin embargo, cualquier intento no natural de homogeneización institucional puede tener importantes repercusiones negativas sobre la inclusión financiera. En este punto, la existencia de una diversidad institucional o legal no constituye, en ningún caso, una barrera transfronteriza, ya que las entidades bancarias europeas operan, según garantiza el marco regulatorio, en condiciones de igualdad ante compradores externos o internos. Asimismo, la elección de una determinada estructura legal no es una decisión fruto del azar, sino que está íntimamente ligada al objetivo final que se pretende conseguir.

Cuando el objetivo final es la combinación de objetivos económico-financieros con una fuerte actividad y compromiso social, como es el caso de un importante número de instituciones financieras europeas, con las cajas de ahorros a la cabeza, no parece conveniente abogar por una excesiva homogeneización institucional. Esta homogeneización no favorece el mantenimiento o desarrollo de la llamada «banca de proximidad» como una banca comprometida con el cliente y normalmente vinculada a un territorio. Las cajas de ahorros constituyen el paradigma de banca de proximidad en Europa, y desempeñan una labor muy importante para mantener el acceso a los servicios financieros en las economías avanzadas, ejerciendo su actividad de forma próxima a sus clientes y ofertando productos accesibles a los excluidos social y económicamente. Como señalan Peachy y Roe (2006), este papel crucial de las cajas de ahorros como promotoras de la inclusión financiera debe ser tenido en cuenta por los reguladores. Las reglas y

las regulaciones deben servir tanto a los intereses de los agentes globales como a los de las entidades que operan en ámbitos más regionales. Sólo un mercado bancario minorista que sea plural puede servir a los intereses de todos los clientes privados y de las pequeñas y medianas empresas, incluyendo también a los clientes que habitan en áreas geográficas remotas y a los clientes menos sofisticados.

Como señalan Carbó, Gardener y Molyneux (2005), las recientes experiencias de países como el Reino Unido o Italia ponen de manifiesto que la desaparición de la banca de proximidad no tiene un efecto neutral sobre la exclusión financiera, y que su desarrollo reciente supone un reto acuciante para los reguladores y las propias entidades financieras. La importancia cada vez mayor de la exclusión financiera como fenómeno económico y social en los Estados Unidos y Reino Unido sugiere que este tipo de «polarización potencial» se ve exacerbada por la desregulación y el movimiento hacia un sistema financiero más fuertemente orientado al mercado. La evidencia acumulada pone de manifiesto que la desregulación en los sectores financieros mejora la inclusión financiera de algunos grupos sociales, dado que una mayor cantidad de productos está disponible para una base mayor de clientes; si bien, al mismo tiempo, puede exacerbarse para otros, por ejemplo, fomentando una mayor segmentación entre los clientes.

### III. EL ACCESO A LOS SERVICIOS FINANCIEROS: UN ANÁLISIS PARA LA UNIÓN EUROPEA

Uno de los elementos fundamentales para analizar el proceso de integración financiera y los problemas en el acceso a los servicios financieros en Europa es la heterogeneidad que muestra la configuración del sistema bancario en los distintos países miembros de la UE. En este apartado se relaciona, en consonancia con estudios recientes a escala internacional, el desarrollo financiero de los países de la UE-25 con las principales condiciones de acceso que impone la estructura de su sistema bancario.

#### 1. Desarrollo financiero: situación y divergencias

En los análisis comparativos a escala internacional se ha encontrado evidencia de causalidad entre el desarrollo de la intermediación financiera y el crecimiento económico. En cualquier caso, no existe un consenso respecto a la dirección de esta causalidad ni a la naturaleza temporal de estas relaciones. Las aportaciones más exhaustivas, como la de King y Levine (1993), muestran cómo aquellas economías con un sistema crediticio más desarrollado han experimentado un crecimiento económico más acelerado. Otros autores, como

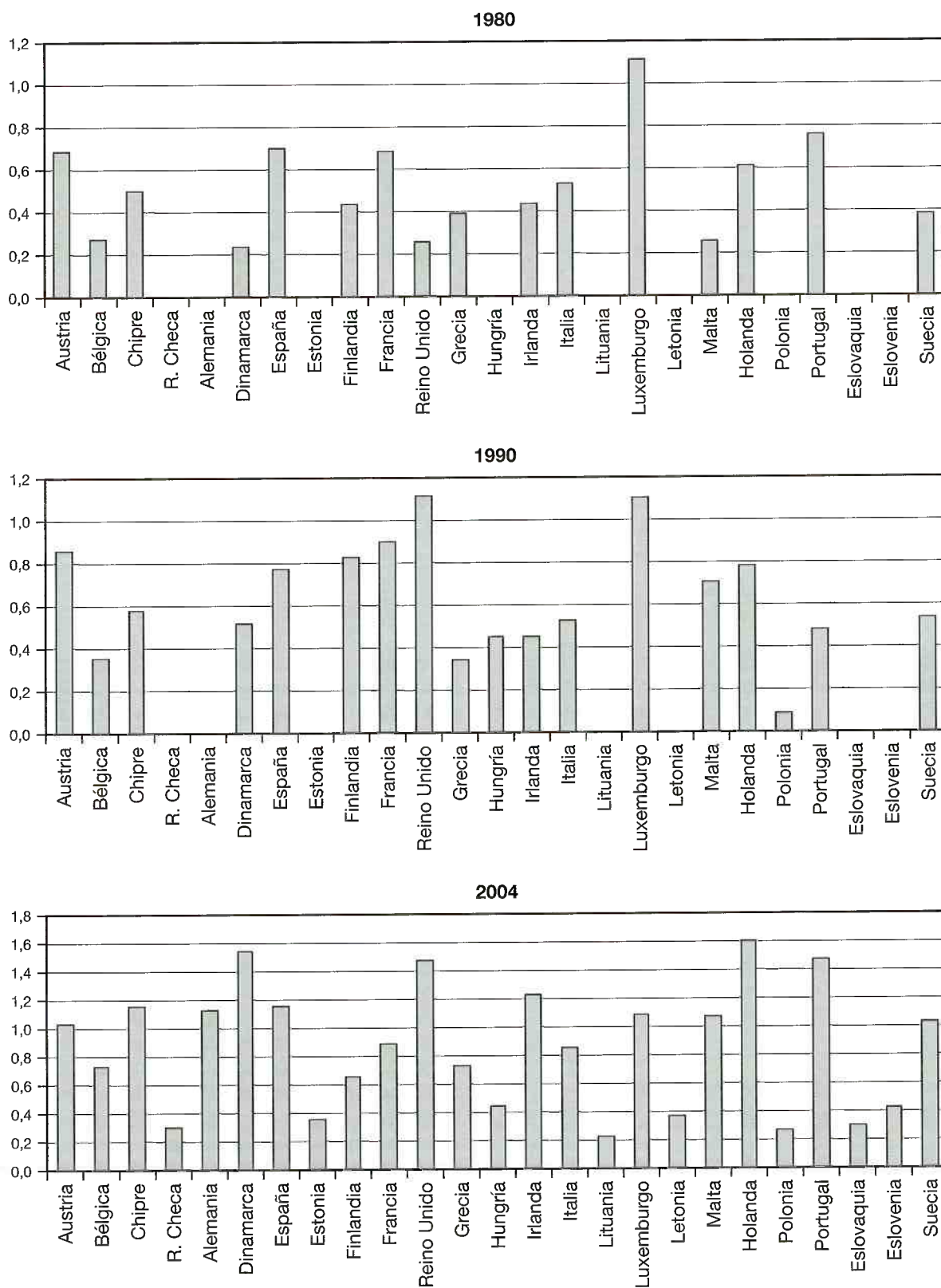
Jayarathne y Strahan (1996), sugieren que las reformas regulatorias, sobre todo las liberalizadoras, presentan una incidencia directa y positiva en el desarrollo financiero y propician una canalización más eficiente del crédito bancario hacia las inversiones productivas.

Junto con el «desarrollo financiero», la «dependencia financiera» está relacionada, en parte, con la propia estructura del sistema financiero, puesto que se refiere a la intensidad del vínculo que pueden mostrar los hogares y empresas respecto de la financiación bancaria para poder acometer sus proyectos de inversión. Rajan y Zingales (1998) subrayan la relevancia de la intermediación financiera, al reducir el coste de la financiación externa de las empresas más dependientes. En uno de los pocos estudios donde se ha analizado el impacto de la competencia bancaria a escala regional, Carbó, Humphrey y Rodríguez (2003) muestran que no existe una relación de causalidad definida entre crecimiento económico y competencia en la intermediación bancaria, medida a partir de diversos índices de concentración y de precios.

En este contexto, y aun cuando no existe una asociación directa entre desarrollo económico y equidad, conviene preguntarse hasta qué punto el desarrollo financiero y la profundidad de (o el acceso a) los servicios financieros se encuentran relacionados. Los datos proporcionados por el Banco Mundial, en su unidad de estudio *Acceso a los Servicios Financieros*, pueden ser de utilidad al respecto. En primer lugar, como muestra el gráfico 1, el crédito bancario en relación con el PIB ha aumentado de forma significativa en los últimos 25 años en todos los países analizados. De este modo, si en 1980, la ratio «crédito/PIB» solo superaba la cota de 0,8 en el caso de Luxemburgo, en 2004 son catorce los países que superan este valor, siendo especialmente significativos los casos de Dinamarca, Reino Unido, Holanda y Portugal, con ratios superiores a 1,2. Destacan, asimismo, por su proyección en los últimos años, los casos de España e Irlanda, como dos de los que han mostrado una evolución más significativa en esta ratio de desarrollo financiero, que, ya en 2004, superaba de forma significativa la unidad.

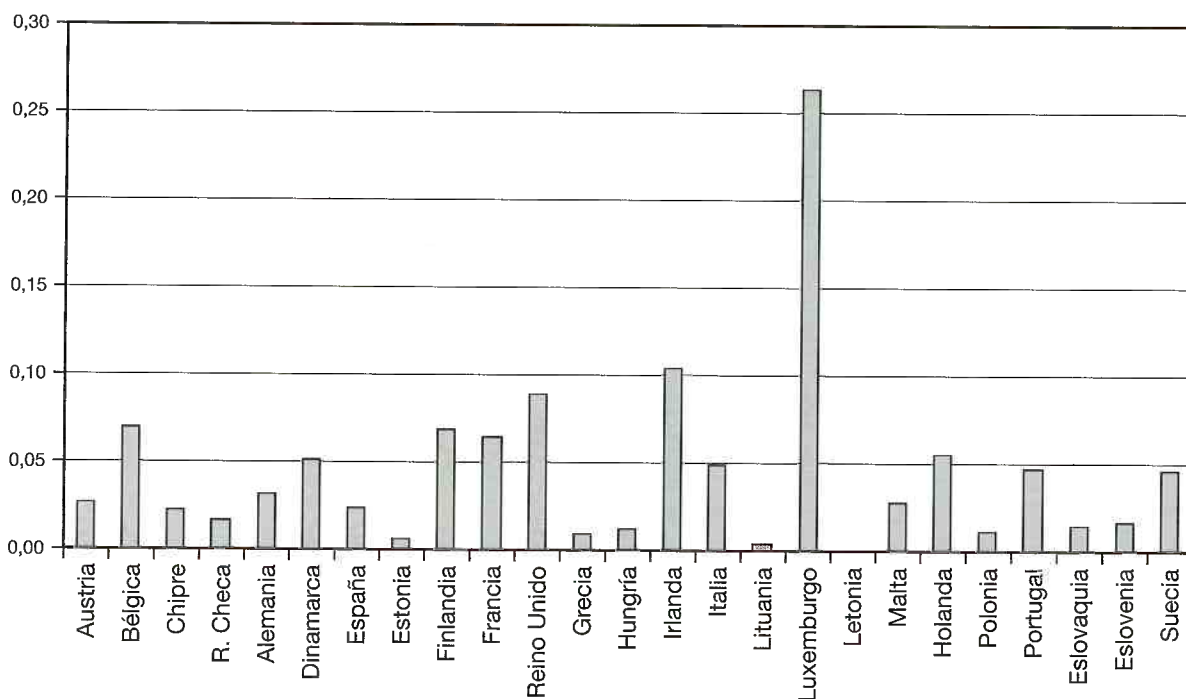
El gráfico 1 pone de manifiesto, asimismo, la existencia de importantes divergencias en el grado de desarrollo financiero, más acusadas entre el grupo de países que conformaban la UE-15 y los nuevos estados miembros. En contraste con los valores señalados anteriormente, y tomando como referencia 2004, países como República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Eslovaquia y Eslovenia muestran una ratio «crédito/PIB» inferior a 0,5, lo que, en principio, expresa un menor grado de desarrollo financiero, si bien es cierto que refleja, al mismo tiempo, una menor tendencia hacia el endeudamiento.

GRÁFICO 1  
 «CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO/PIB» EN LA UNIÓN EUROPEA (1980, 1990, 2004)



Fuente: Banco Mundial y elaboración propia.

GRÁFICO 2  
«SEGUROS DE VIDA/PIB» EN LA UNIÓN EUROPEA (2004)



Fuente: Banco Mundial y elaboración propia.

En cualquier caso, el crédito bancario muestra el desarrollo financiero respecto a la actividad típica bancaria. Si se analizan otros productos para los cuales existe información disponible, como el valor de los seguros de vida respecto al PIB (gráfico 2), puede aproximarse el nivel de sofisticación del patrimonio financiero en las distintas economías de la UE. Dejando al margen el caso de Luxemburgo, por su condición de centro de inversión, destacan los casos de Bélgica, Finlandia, Francia, Reino Unido, Irlanda y Holanda, con ratios superiores al 5 por 100. Sin embargo, las divergencias quedan de nuevo puestas de manifiesto al comprobarse que en países como República Checa, Estonia, Grecia, Hungría, Lituania, Letonia, Polonia, Eslovaquia y Eslovenia no supera el 2 por 100.

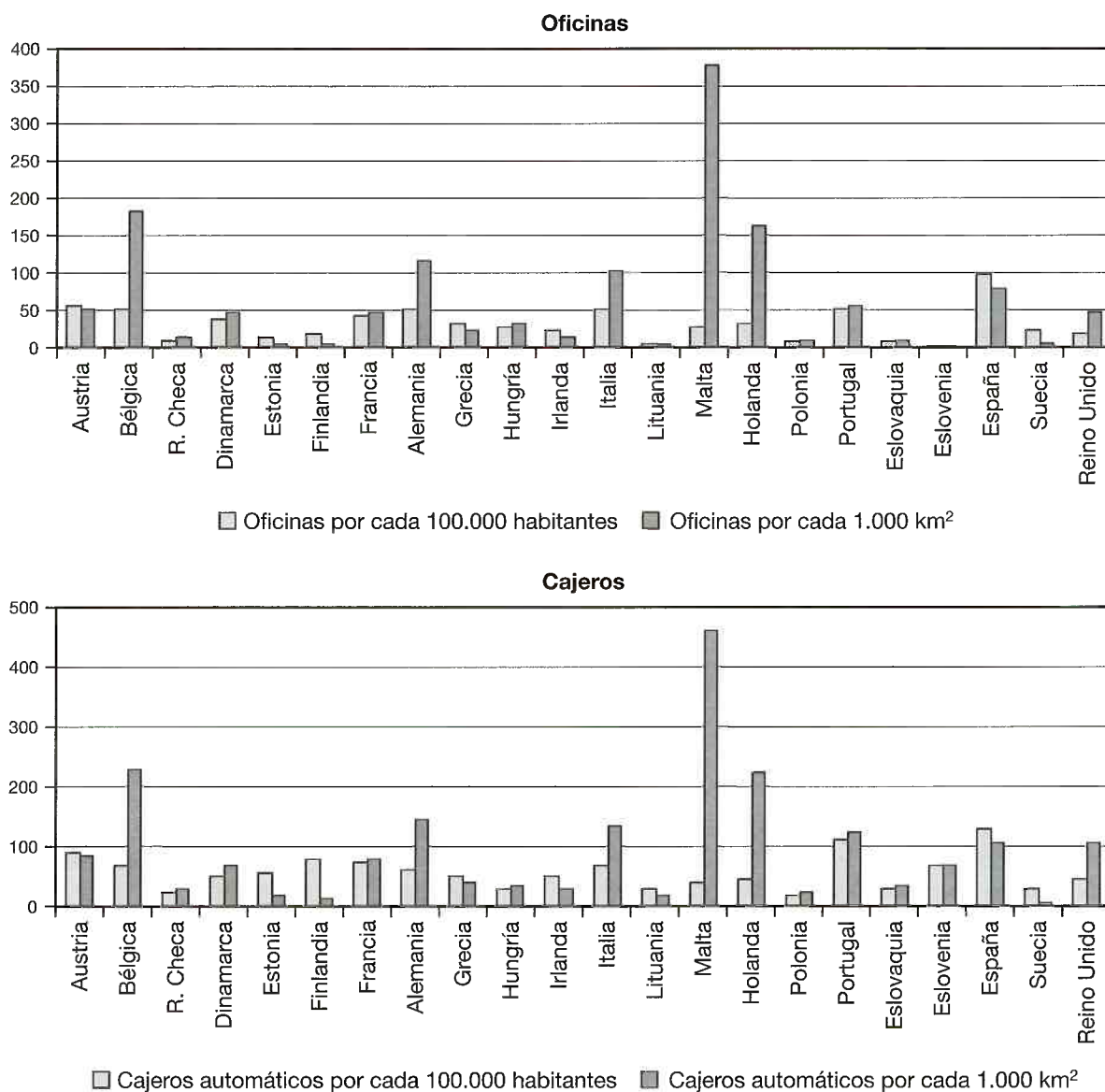
## 2. La profundidad del servicio bancario: infraestructura y tecnología

Las diferencias observadas en los ritmos de crecimiento han renovado el interés por el estudio de la estructura del sistema financiero y sus implicaciones en la financiación de la actividad real. En el análisis de la integración financiera y la exclusión de los servicios financieros, resulta de especial interés estudiar si existen ventajas derivadas de la configuración del sistema financiero como más orientado a los mercados o a las

instituciones financieras. Levine (2002) caracteriza la estructura financiera de 48 países en el período 1980-1995 con objeto de determinar si el recurso a los mercados o la dependencia financiera (respecto al sector bancario) generan ventajas en el crecimiento económico. Los resultados indican que no existen ventajas derivadas de la configuración del sistema financiero, puesto que la evidencia de efectos positivos del desarrollo financiero en la actividad económica se da tanto en los sistemas basados en los mercados como en los basados en los intermediarios. La relevancia del contexto legal y de la configuración de los intermediarios —estructura de propiedad, competencia, etc.— ha sido, asimismo, subrayada en otras contribuciones recientes, en las que, principalmente, se han destacado los efectos positivos de los procesos de liberalización sobre la eficiencia de los intermediarios y en su contribución a la economía real (Jayaratne y Strahan, 1996). En cualquier caso, aun siendo más relevante en aquellos países que manifiestan un mayor grado de dependencia financiera, la evolución y el desarrollo de los intermediarios bancarios constituye un indicador representativo del desarrollo financiero y de la profundidad, entendida como generalización del acceso, de los servicios financieros.

Con objeto de aproximar esta «profundidad», se emplean de nuevo los datos ofrecidos por el Banco

GRÁFICO 3  
**PROFUNDIDAD DE LOS SERVICIOS BANCARIOS EN LA UNIÓN EUROPEA (2004)**

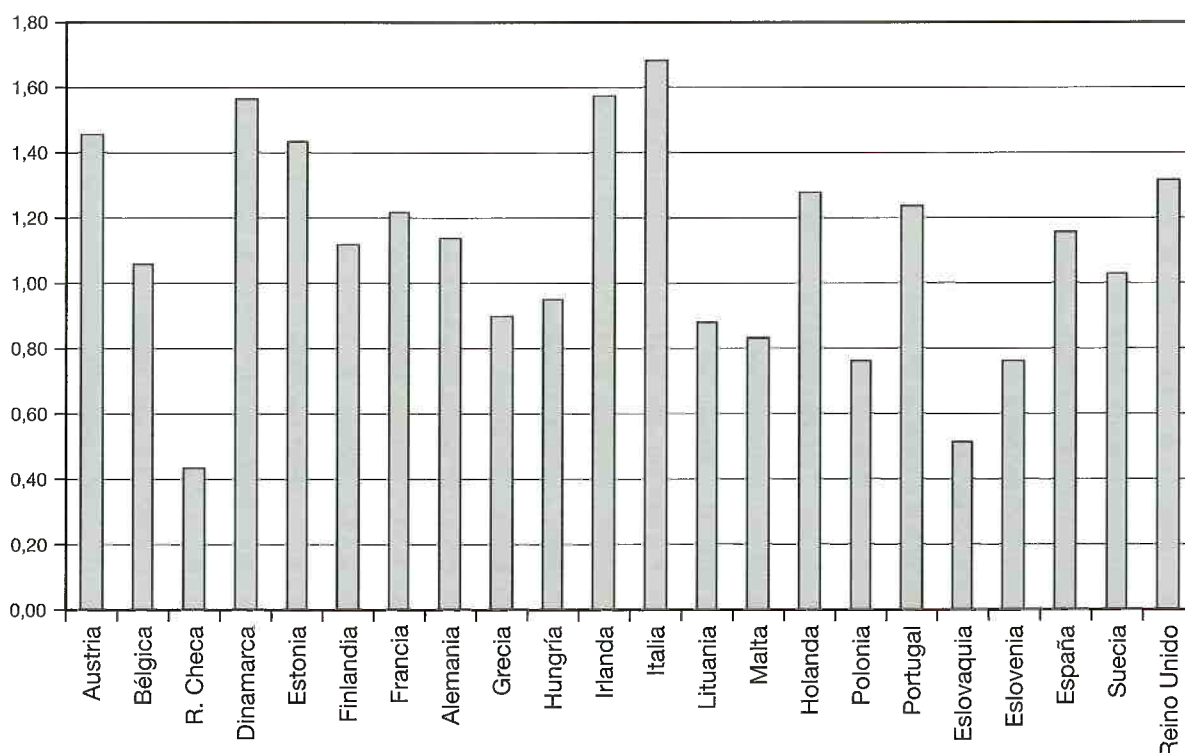


Fuente: Banco Mundial y elaboración propia.

Mundial. Como premisa, se asume que la oficina continúa siendo la principal unidad física de servicio directo al cliente, y que los cajeros automáticos representan el progreso tecnológico en términos de sofisticación de estos servicios. Con esta referencia, el gráfico 3 muestra el número de oficinas y cajeros automáticos por cada 100.000 habitantes y por cada 1.000 km<sup>2</sup>. Ambas dimensiones, la poblacional y la territorial, son esenciales para entender la profundidad de estos servicios bancarios. En este análisis no se pudo incluir a Luxemburgo, Chipre y Letonia, al no contar con datos disponibles. En lo que se refiere a las oficinas por cada 100.000 habitantes, destacan los casos de España (95,8), Austria (53,4),

Bélgica (53,1), Italia (52,1) y Portugal (51,6). Estos datos contrastan de forma significativa con los observados para Eslovenia (2,2), Lituania (3,4), Polonia (8,2) y República Checa (11,1). Estos contrastes revelan que el esfuerzo del proceso de integración resulta limitado de centrarse únicamente en variables como el precio de los servicios, quedando patentes las divergencias existentes en términos de acceso y nivel de servicios financieros. Estos contrastes se confirman cuando se analizan las oficinas por cada 1.000 km<sup>2</sup>. Bélgica, Alemania, Italia, Malta y Holanda muestran valores superiores a 100 oficinas/1.000 km<sup>2</sup>; otros países, como República Checa, Estonia, Finlandia, Irlanda, Lituania, Polonia, Eslovaquia,

GRÁFICO 4  
RATIO «CRÉDITOS/DEPÓSITOS» EN LA UNIÓN EUROPEA (2004)



Fuente: Banco Mundial y elaboración propia.

Polonia, Eslovenia y Suecia, presentan un nivel de profundidad menor. Bien es cierto que en casos como los de Finlandia y Suecia esta configuración responde a las características geográficas y a un amplio desarrollo de canales de distribución de servicios y medios de pago distintos de la sucursal, si bien para un número no trivial de países las diferencias continúan siendo notables.

En cuanto a los cajeros automáticos, de nuevo se observan importantes divergencias en el nivel de desarrollo tecnológico en los servicios bancarios. Mientras que en países como España y Portugal los cajeros por cada 100.000 habitantes superan holgadamente los 100, República Checa, Hungría, Lituania, Polonia y Eslovaquia no superan los 30. En cuanto a los cajeros por cada 1.000 km<sup>2</sup>, mientras que Malta, Holanda y Bélgica se sitúan por encima de los 200, República Checa, Estonia, Finlandia, Irlanda, Lituania, Polonia y Suecia no superan los 30, lo que, nuevamente, es fiel reflejo tanto de diferentes niveles de servicio (caso de los nuevos países miembros) como de las condiciones de densidad poblacional y la disponibilidad de servicios bancarios alternativos (Finlandia y Suecia).

Finalmente, junto con el nivel de servicio, puede analizarse la relación entre el ahorro financiero mate-

rializado en depósitos y la financiación concedida en términos de crédito. En este sentido, la ratio «créditos/depósitos», tal y como se muestra en el gráfico 4, permite analizar la medida en la cual las entidades bancarias han multiplicado sus recursos financieros para desarrollar su actividad crediticia típica. El gráfico permite observar dos grupos de países con tendencias significativamente distintas. Por un lado, el grupo de países de la UE-15 presenta ratios superiores a la unidad, lo que indica un alto nivel de apalancamiento financiero, así como una mayor diversificación de recursos para cubrir la creciente demanda crediticia en un contexto, como el actual, de elevado endeudamiento familiar. Por otro lado, los nuevos estados miembros, con la única excepción de Estonia, muestran ratios significativamente inferiores a la unidad, lo que muestra un perfil más conservador en la demanda crediticia y una menor capacidad de las entidades bancarias para afrontar niveles de endeudamiento financiero elevados. Estos datos vienen a unirse a las divergencias observadas en términos de profundidad y nivel de servicio para poner de relieve que el proceso de integración debe ir más allá de la homogeneización de las condiciones financieras de los productos y una mayor consolidación transfronteriza, y afrontar el reto de unas posibilidades de acceso más homogéneo a los servicios financieros.

#### IV. CONCLUSIONES

En este artículo se analiza la relación de la política de integración financiera que se está llevando a cabo en la UE con el fenómeno de la exclusión financiera. Lejos de convertirse en una realidad exclusiva de los países en vías de desarrollo, las dificultades para el acceso a los servicios financieros constituyen un problema de primer orden para la integración y la cohesión social en las sociedades europeas. En particular, se estima que un 10 por 100 de la población de la UE no dispone ni siquiera de una cuenta corriente. Asimismo, los datos disponibles permiten afirmar que estos problemas son significativamente más graves en algunos países que en otros.

El análisis de la política de integración financiera en la UE permite observar que casi ninguna de las iniciativas consideradas toma la exclusión financiera como un objetivo o como una realidad que no debe, al menos, empeorarse como fruto de acciones excesivamente homogéneas. En este sentido, en el sector financiero minorista se entendería, en un principio, que perseguir una homogeneización del acceso debería entrañar ventajas para paliar el problema de exclusión financiera. Sin embargo, una política que se centre exclusivamente en una excesiva homogeneización, en las condiciones de precio o en la consolidación transfronteriza puede no estar contribuyendo a favorecer el acceso a los servicios financieros, sino todo lo contrario. En este punto, un elemento especialmente significativo es el papel que entidades como las cajas de ahorros desarrollan en cada país, reduciendo de forma notable la exclusión. Por ello, más allá de la «homogenización» artificial sería preciso, y así parece que empieza a reconocerse desde la Comisión Europea, considerar que la diversidad institucional puede ser beneficiosa.

Los datos que se ofrecen en este estudio ponen de manifiesto que el problema de la integración y el de la exclusión tienen una raíz común en las profundas divergencias que existen entre los países europeos en términos de desarrollo financiero y condiciones de acceso. Estas divergencias resultan especialmente notables entre algunos de los nuevos estados miembros y los países que pertenecían a la UE-15, lo que implica un reto aún mayor para las autoridades en términos tanto de integración como de inclusión financiera en el futuro.

#### NOTA

(\*) En este sentido, las innovaciones en los sistemas de pago han aparecido, recientemente, como una de las respuestas más prometedoras y eficaces para reducir la exclusión. En particular, el desarrollo de medios de pago como tarjetas de prepago o tarjetas de crédito-

to diseñadas para algunos colectivos específicos, como muestran BARR *et al.* (2006), se ha revelado como un elemento fundamental de inclusión financiera, habida cuenta de la reducción en costes que estos medios de pago proporcionan.

#### BIBLIOGRAFÍA

- BERGER, A., y UDELL, G. F. (1995), «Relationship lending and lines of credit in small firm finance», *Journal of Business*, 68 (3): 351-381.
- BARR, M.; DOKKO, J., y BACHEDLER, E. (2006), «Payments innovations in serving low- and moderate-income households: evidence from a new survey», *42<sup>nd</sup> Annual Conference on Bank Structure and Competition* (18 de mayo), Federal Reserve Bank of Chicago.
- CARBÓ, S.; GARDENER, E. P. M., y MOLINEUX, P. (2005), *Financial Exclusion: A Comparative Study*, Palgrave-McMillan, Londres.
- CARBÓ, S.; HUMPHREY, D., y RODRÍGUEZ, F. (2003), «Deregulation, bank competition and regional growth», *Regional Studies*, 37: 227-237.
- EICHENGREEN, B. M., y MUSSA, M. (1998), «Capital account liberalization: Theoretical and practical aspects». *IMF Occasional Paper n.º 172*, Washington.
- FSA (Financial Services Authority) (2000), *In or Out? Financial Exclusion: A Literature and Research Review*, FSA, Londres.
- GOODHART, C. A. E. (1975), *Money, Information and Uncertainty*, MacMillan, Londres.
- JAYARATNE, J., y STRAHAN, P. E. (1996), «The finance-growth nexus, evidence from bank branch deregulation», *The Quarterly Journal of Economics*, 111: 639-670.
- KING, R., y LEVINE, R. (1993), «Finance and growth, Schumpeter might be right», *The Quarterly Journal of Economics*, 108: 717-737.
- LEYSHON, A., y THRIFT, N. (1994), «Access to financial services and financial infrastructure withdrawal: problems and policies», *Area*, 26: 268-275.
- LEVINE, R. (1996), «Financial development and economic growth: Views and agenda», *Policy Research Working Papers n.º 1678*, Banco Mundial. Washington.
- (2002), «Bank-based or market-based financial systems, which is better?», *Journal of Financial Intermediation*, 11: 398-428.
- MCCREEVY, C. (2005), *Cross-border Consolidation in the EU Financial Sector*, European Commission, Internal Market Services, Bruselas.
- MERTON, R. C., y BRODIE, S. (1995), «A conceptual framework for analyzing the financial environment», en CRANE, D.B. *et al.* (eds.), *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Boston, 45 (1): 31-48.
- PEACHY, A., y ROE, S. (2006), *Access to Finance-what Does it Mean and how do Saving Banks Foster Access*, World Saving Banks Institute.
- PRASAD, S.; ROGOFF, K.; WEI, S. J., y KOSE, M. A. (2003), «Effects of financial globalization on developing countries: Some empirical evidence», *IMF Occasional paper n.º 220*, Washington.
- RAJAN, R., y ZINGALES, L. (1998), «Financial dependence and growth», *American Economic Review*, 88: 559-586.
- SINCLAIR, S. P. (2001), *Financial Exclusion: An Introductory Survey*, Centre for Research into Socially Inclusive Services [CRSIS], Heriot Watt University, Escocia.







# **DOCUMENTOS**

CONSOLIDACIÓN TRANSFRONTERIZA EN EL SECTOR FINANCIERO DE LA UNIÓN EUROPEA

ANEJO: RESULTADOS DE LA ENCUESTA

*Documento de trabajo del personal de la Comisión*

*Bruselas, 26-10-2005. SEC (2005) 1398*

LIBRO BLANCO

*Política de los servicios financieros 2005-2010*



# Consolidación transfronteriza en el sector financiero de la Unión Europea

## ESTUDIO PRELIMINAR

### OBSTÁCULOS A LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS EN EL SECTOR FINANCIERO

#### A. PROPÓSITO DEL ESTUDIO

En septiembre de 2004, en el Consejo informal de Ecofin celebrado en Scheveningen, se discutió sobre la demora de la consolidación transfronteriza<sup>1</sup> en el sector bancario. Este reducido nivel de consolidación transfronteriza no es cuestión exclusiva de la banca, sino que afecta a todo el sector financiero, con ciertos matices. En el informe de Supervisión de la Integración Financiera que está próximo en aparecer, la Comisión va a dedicar un capítulo a los aspectos cuantitativos de la reestructuración transfronteriza, confirmando las tendencias que se discutieron en Scheveningen. En efecto, entre los años 1999 y 2004, el informe mostrará que las fusiones y adquisiciones presentaban un 20 por 100 del valor total de las fusiones y adquisiciones del sector financiero, mientras que las operaciones transfronterizas alcanzaban el 45 por 100 de las fusiones y adquisiciones de otros sectores en este mismo período<sup>2</sup>.

Los ministros de Finanzas solicitaron a la Comisión que examinara las posibles explicaciones a este escaso nivel de reestructuración paneuropeo específico del sector financiero, estudiando los obstáculos a las fusiones y adquisiciones transfronterizas, para poder identificar los posibles fallos, lagunas y deficiencias internas del mercado.

Hay que señalar que la función de la Comisión es la de garantizar que la actual legislación comunitaria se aplique apropiadamente, así como la de promover acciones que estimulen el crecimiento económico, dentro del contexto de la política de competitividad global de la UE. Del mismo modo, es preciso aclarar que la Comisión no pretende favorecer modelos comerciales específicos, ni influir sobre alguna decisión del mercado en concreto, en tanto éstas sean compatibles con las reglas del Tratado y la legislación complementaria de la UE. Partiendo de este hecho, la función de la Comisión es analizar el funcionamiento del mercado, para detectar cualquier obstáculo injustificado que pudiese obstaculizar a las compañías en sus procesos de toma de decisiones referentes a la organización de sus negocios dentro del Mercado Interno.

La mala utilización de los poderes supervisores para bloquear las fusiones transfronterizas ha sido uno de los posibles obstáculos que los Ministros de Finanzas han identificado en contra de las fusiones y adquisiciones. La Comisión ya ha tomado medidas para mejorar y aclarar las disposiciones actuales de la directiva correspondiente, para evitar este tipo de situaciones.

Al mismo tiempo, no se descarta la existencia de otros posibles factores que expliquen la ausencia de fusiones transfronterizas dentro del sector de los servicios financieros, cuando se valoran dentro del proceso de consolidación nacional<sup>3</sup>. En el presente estudio se pretende elaborar una relación inicial de obstáculos posibles a las fusiones transfronterizas, es decir, obstáculos que pudieran hacer que una fusión de este tipo resulte poco atractiva, más cara o más complicada que otra de carácter nacional. Abarca a todo el sector financiero, intentando distinguir los segmentos del mercado en el caso que sea necesario.

<sup>1</sup> Por consolidación transfronteriza se entiende, en el presente estudio, el proceso de consolidación que afecta a entidades localizadas en diferentes Estados Miembros de la UE.

<sup>2</sup> Se publicará el estudio completo en «Supervisión de la Integración Financiera: 2005», de mayo de 2005.

<sup>3</sup> Por consolidación nacional se entiende la consolidación que tiene lugar dentro de un solo Estado Miembro de la UE.

Los obstáculos que afectan a la consolidación en sentido general (es decir, también los obstáculos que impiden la consolidación nacional) no son cubiertos por el presente informe. Los obstáculos que dificultan otras formas de integración ajenas a las fusiones y adquisiciones transfronterizas (como la provisión transfronteriza directa de servicios) también se encuentran fuera del objetivo de este estudio, aunque algunos obstáculos puedan ser relevantes para los diferentes canales de integración.

El objetivo de esta relación es proporcionar todos los posibles factores explicativos que sirvan en una fase posterior como base de discusión acerca de cuáles son los obstáculos que deberían y podrían ser eliminados para conseguir este objetivo de mejorar el funcionamiento del Mercado Interno en lo que respecta a los servicios financieros. No se trata de un estudio en el que se establezcan líneas de acción, sino un primer análisis de las explicaciones que pueden aclarar los hechos sobre los que se debatió en el Consejo informal de Ecofin de Scheveningen.

En su forma actual, este documento no distingue entre los obstáculos que son fundamentales para explicar la escasa consolidación transfronteriza, y los de naturaleza más anecdótica. Además, es posible que algunos de los obstáculos que aquí se mencionan ya no tengan mayor importancia, aunque hayan podido influir sobre la situación de los últimos años y, por el mismo motivo, pudieran explicar en parte la escasez de operaciones de consolidación transfronteriza hasta el momento actual. Se intenta mencionar, no obstante, los progresos que se están produciendo en relación con cada obstáculo de los que se han identificado.

## B. METODOLOGÍA

Se pretenden distinguir tres categorías de obstáculos:

(i) *Riesgos de ejecución*: son los obstáculos que pueden representar una amenaza para que una oferta tenga un resultado fructífero, o incluso desembocar en el bloqueo de una operación. En esta categoría también se incluyen los obstáculos a causa de los cuales el resultado previsto de una oferta puede no ser el esperado, aunque la propia oferta hubiera llegado a prosperar. Los obstáculos que se incluyen dentro de esta categoría quizás no se materialicen, y por tanto, no lleguen a tener un coste directo, aunque su simple percepción puede disuadir a la parte que efectúa la oferta, o a las entidades objetivo y sus accionistas de iniciar un proceso de fusión.

(ii) *Costes excepcionales*: son los costes específicos originados por la ejecución de una operación transfronteriza, y que no existirían en una fusión nacional u operación de adquisición.

(iii) *Costes corrientes*: son los costes adicionales de la administración de las entidades fusionadas, una vez que se ha llevado a cabo la fusión, y que no existirían si la fusión se hubiese llevado a cabo dentro del mismo mercado nacional. Estos costes pueden ser directos (los costes adicionales de la gestión de las entidades fusionadas entre distintos países en relación con las fusiones realizadas a escala nacional) o indirectos (sinergias menores dentro de las entidades fusionadas a escala transfronteriza que entre las fusionadas a escala nacional).

Los obstáculos identificados se agrupan también de acuerdo a su naturaleza: barreras legales, barreras fiscales, repercusiones de las normativas y requisitos de supervisión, barreras económicas y barreras de actitud.

Al final del documento se incluye una tabla en la que se resumen todas estas apreciaciones.

\* \* \*

## C. OBSTÁCULOS QUE SE IDENTIFICAN EN LAS FUSIONES TRANSFRONTERIZAS

### I. Barreras legales

#### a) *Riesgos de ejecución*

1. Las ofertas de adquisición transfronterizas son operaciones complejas, en las que pueden llegar a intervenir un gran número de entidades legales, mercantiles o no, que se suelen regir por la legislación local (derecho de sociedades, regulaciones del mercado, reglamentos propios). La parte que lanza la oferta puede verse no sólo en situación de desventaja o impedimento a causa de la falta de información, sino que también podrían surgir incompatibilidades legales que desembocaran en un estancamiento de las negociaciones, aunque la OPA fuese «amistosa». Esta *incertidumbre legal* puede constituirse en un importante riesgo de ejecución, que actúe como barrera a la consolidación transfronteriza.

*La nueva Directiva sobre adquisiciones (2004/25/EC), aprobada el 21 de abril de 2004, establece una reglamentación común para garantizar la seguridad legal de las adquisiciones transfronterizas. La transposición de esta Directiva está prevista para mayo de 2006.*

2. Los sectores financieros de algunos Estados Miembros cuentan con instituciones que poseen un complejo entramado legal, lo que se traduce en *procesos opacos de toma de decisiones*. Una institución con sede en otro Estado Miembro podría dar sólo una interpretación parcial de todos los parámetros en juego, algunos de ellos sin carácter oficial. En el caso de que existiese una institución de este tipo, el riesgo de quiebra sería importante, ya que el postor en potencia podría no tener un claro entendimiento en relación a quién tiene que aprobar o rechazar la propuesta de fusión o adquisición.

3. En algunos casos, las *estructuras legales* no sólo son complejas sino que impiden, de hecho o de derecho, que determinadas instituciones sean adquiridas o ni siquiera lleguen a fusionarse (dentro del contexto de una oferta amistosa) con instituciones de distinta especie. Estas restricciones no son específicas de las fusiones transfronterizas, sino que podrían explicar en parte el bajo número de fusiones y adquisiciones transfronterizas, ya que la consolidación es posible dentro de un grupo de instituciones semejantes (a escala nacional), pero no entre las que son de naturaleza distinta (lo que convierte cualquier fusión transfronteriza en algo prácticamente imposible).

4. En algunos Estados Miembros, la privatización de las instituciones financieras ha estado acompañada, en algunas ocasiones, de medidas legales específicas encaminadas a *limitar la participación total de los accionistas no residentes en dichas compañías, o imponer un acuerdo previo de la Administración* (las «acciones de oro»). Algunas de estas medidas eran claramente discriminatorias hacia las instituciones extranjeras, cuando se trataba de una consolidación.

*El Tribunal Superior de Justicia ha indicado que estas medidas no estaban justificadas por razones de interés común vinculadas a los requisitos estratégicos y la necesidad de garantizar la continuidad de los servicios públicos cuando se aplican a entidades comerciales que operan dentro del sector financiero tradicional. Véase, por ejemplo, el caso de la medida C-367/98 (sentencia del 4 de junio de 2002) o C-463/00 (sentencia del 13 de mayo de 2003).*

5. En algunos Estados Miembros, la legislación corporativa permite que las juntas directivas de las compañías establezcan unos *mecanismos de defensa*, como el doble derecho a voto y los blindajes anti-OPA (*poison pills*), destinados a impedir las OPAS hostiles. Estas asimetrías de la legislación corporativa podrían distorsionar la uniformidad del terreno de juego dentro de la UE, y proteger a los mercados nacionales, a veces en beneficio de los participantes en estos mercados.

*La propuesta inicial de la Comisión para la nueva Directiva sobre OPAS (2004/25/EC), aprobada el 21 de abril de 2004, incluía la aprobación de los accionistas antes de activar los mecanismos de defensa con los que contrarrestar una OPA. El Parlamento Europeo y el Consejo han rechazado esta disposición. En el texto aprobado, los Estados Miembros pueden hacer uso del mecanismo de elección y prohibir estos acuerdos.*

6. Aún cuando la adquisición prospere, pueden surgir *impedimentos para el control efectivo*, es decir, puede existir el riesgo de que la compañía adquiriente no obtenga una influencia proporcional en el proceso de toma de decisiones dentro de la compañía adquirida (estando expuesta entretanto a unos riesgos financieros desproporcionados). Esto explica, en gran medida, la existencia de unos derechos especiales a voto, la ineficacia del derecho a voto delegado o el uso de la oficina Administrativa por parte del adquiriente extranjero. Del mismo modo, también los obstáculos (o restricciones) a la venta de acciones podrían dificultar el proceso.

*Como ya se mencionaba en el punto 4, la propuesta inicial de la Comisión para la nueva Directiva sobre OPAS abordaba algunos de estos aspectos, aunque se eliminaron varias disposiciones de la versión final durante el proceso de decisión conjunta. Del mismo modo, como parte del Plan de Acción del Gobierno Corporativo, la Comisión abrió una consulta acerca del ejercicio de los derechos de los Accionistas, que se cerró en diciembre de 2004.*

7. Las diferencias referentes a los modelos de información nacionales, sobre todo en lo que respecta a los sistemas contables, pueden convertirse en *dificultades a la hora de valorar la situación financiera* de un objetivo potencial.

*A partir de enero de 2005, se empezó a exigir a las sociedades mercantiles de la UE que publicaran sus resultados consolidados, utilizando los Principios Contables Internacionales, según refrendó la Comisión. Los Estados Miembros tenían la opción de ampliar los requisitos de la Regulación IAS (EC 1606/2002) a las sociedades no mercantiles y a todos los bancos y empresas de seguros, y a la emisión de resultados no consolidados.*

#### b) Costes excepcionales

8. Las legislaciones nacionales de algunos países podrían incluir *restricciones al tipo de ofertas* que se que puedan ejecutar (por ejemplo, sólo efectivo contra cambio de acciones). Aunque estas medidas no sean por sí mismas discriminatorias para las fusiones transfronterizas, podrían erigirse como barrera frente a la consolidación transfronteriza, teniendo en cuenta que las diferentes características de dichas fusiones (especialmente en cuestión de tamaño) podrían atraer a un determinado tipo de oferta.

### c) Costes corrientes

9. Las diferencias referentes a la *legislación en materia de empleo* dentro de la UE también pueden crear barreras para la (re)organización eficaz y flexible. En particular, los procedimientos de traslado de los empleados dentro de un grupo de tipo paneuropeo siguen siendo muy complicados (además, en algunos casos, la legislación prudencial impone restricciones a la ubicación de la plantilla (Cf. con el Art. 3 de seguros de la Directiva 95/26/EC). Estas diferencias pueden derivar también en unos costes legales superiores por las diferencias de los sistemas legales, así como en complicados procesos y diferentes plazos temporales cuando se trate de introducir cambios a escala transfronteriza.

10. Los diferentes *sistemas contables* de la UE también han exigido a las compañías que establezcan unos sistemas específicos de tecnologías de la información (TI), información y personal. Esto limita el alcance de las posibles sinergias de costes cuando dos instituciones se fusionan entre distintos países, mientras que dichas sinergias sí existen cuando dos instituciones se fusionan dentro del mismo Estado Miembro.

Véase punto 7.

11. Las *leyes de protección al consumidor* son muy distintas en los distintos Estados Miembros. Esta heterogeneidad se traduce en una necesidad de productos financieros personalizados por países que cumplan con esta legislación, y por tanto, también de unos sistemas específicos de TI con los que se manejen estos productos y la relación con el cliente. Esto se ha puesto de manifiesto, por ejemplo, en el sector del crédito hipotecario, en el informe publicado recientemente por el grupo forum hipotecario establecido por la Comisión. Además, estas leyes diferentes se suelen basar en disposiciones para el «bien común» y, como consecuencia de ello, es difícil defender en los tribunales los posibles abusos encaminados a proteger a los mercados nacionales.

*Un ejemplo significativo es el caso C-442/02 (CaixaBank contra Francia), en que el Tribunal Europeo sentenció en octubre de 2004 que Francia no podría prohibir las cuentas corrientes que devengan intereses, lo que supone un obstáculo a la libertad de establecimiento.*

12. Las diferencias referentes a la aplicación nacional de la Directiva sobre *protección de datos* pueden también interferir con la organización óptima de los negocios dentro de las compañías fusionadas. En efecto, puede tener un fuerte impacto sobre los sistemas de TI y limitar la racionalización de los procesos internos de *back office*.

13. En términos más generales, los diferentes modelos de *derecho privado*, que a veces vienen determinados por factores históricos o culturales, pueden imponer un modelo país por país en lo que respecta a determinados productos o servicios (especialmente en el sector de seguros), con los mismos resultados que diferencias en cuanto a leyes de protección al consumidor. Entre estas disparidades se incluyen, en especial, las leyes de responsabilidad y quiebras, con las dificultades implícitas de la obligatoriedad de los acuerdos transfronterizos colaterales, así como las referentes a las normas jurídicas en materia de valores.

*La Comisión está trabajando con investigadores y las partes interesadas para desarrollar un Marco Común de Referencia para la ley de contratación, como forma de un manual en el que se identifiquen las mejores soluciones para la Ley de contratación europea, y se presentasen unas directrices sobre los diferentes modelos utilizados, con miras a proporcionar unas definiciones, principios y leyes modelo comunes para su uso dentro de la labor legislativa (véase COM 2004 (651) final: «European Contract Law and the revision of the acquis: the way forward»).*

## II. Barreras fiscales

### a) Riesgos de ejecución

14. Como ya se ha indicado anteriormente, las fusiones y adquisiciones son procesos complejos. Existen algunas normativas armonizadas, pero a pesar de ello, los asuntos fiscales se componen principalmente de leyes nacionales, y no siempre son totalmente claras o exhaustivas para determinar la repercusión fiscal de la fusión o adquisición transfronteriza. Esta *incertidumbre acerca de los asuntos fiscales* requiere que, en ocasiones, haya que recurrir a la firma de acuerdos especiales o convenios con las autoridades fiscales elaborados a medida, mientras que si la operación se realiza a escala nacional, el proceso es mucho más determinista.

*La Directiva sobre Fusiones (90/434/EEC) legisla sobre los impuestos diferidos y las ganancias de capitales derivados de la reestructuración corporativa transfronteriza llevada a cabo en forma de fusiones, divisiones, transferencias de activos o intercambio de acciones. La tributación de las ganancias de capital se difiere hasta la disposición posterior de los activos. En octubre de 2003, la Comisión lanzó una propuesta de mejora de la Directiva sobre fusiones (90/434/EEC), con objeto de aclarar su ámbito de aplicación, así como garantizar que ésta se aplica en todas las Compañías y las Sociedades Cooperativas Europeas. El 7 de diciembre de 2004 se alcanzó el acuerdo político en el Consejo.*

15. La *incertidumbre existente en torno al régimen del IVA aplicable a los productos y servicios financieros* puede representar un riesgo para el modelo comercial o a las sinergias previstas. La legislación europea en materia de IVA en esta área necesita imperiosamente modernizarse, ya que a causa de sus deficiencias, se hace cada vez más necesario recurrir al litigio. El resultado puede ser incierto en la mayoría de las ocasiones, y como consecuencia de ello, las repercusiones fiscales ponen un interrogante sobre las estrategias comerciales, que de otro modo deberían ser estables. En los últimos años, el número de casos importantes con los que trabaja el Tribunal de Justicia Europeo (ECJ, por sus siglas en inglés) en materia de IVA y servicios financieros ha crecido significativamente. El tratamiento aislado de casos individuales puede esclarecer el sentido que toma la ley en circunstancias particulares, aunque suele ser a costa de unas consecuencias que no siempre son compatibles con los objetivos políticos globales de la Comunidad.

*Por poner un ejemplo, en el caso C-8/03, Banque Bruxelles Lambert, S.A. contra el Estado Belga, se llegó a juicio en el ECJ por el tratamiento del IVA de las sociedades de inversión (SICAV), que tiene el potencial de crear tensión al conseguir el objetivo de la igualdad de tratamiento y mantener un terreno de juego estable para los operadores de la UE. En ausencia de medidas legislativas, es inevitable que el Tribunal vaya a intervenir cada vez más, con consecuencias insospechadas.*

*La Comisión ha intentado dirigir las disposiciones de la 6.ª Directiva sobre IVA (77/388/EEC) que trata sobre servicios financieros, pero sin mucho éxito. La Unidad Fiscal del Directorado General está observando actualmente el efecto distorsionador de estas disposiciones, y pretende proseguir con un proceso de modernización que garantizará mejorar su compatibilidad con los objetivos del Mercado Interno y ofrecerá una mayor certeza acerca de las repercusiones fiscales de las decisiones comerciales.*

#### b) Costes excepcionales

16. El mayor respiro que supuso la Directiva sobre Fusiones (90/434/EEC) es diferir los impuestos gravados a las ganancias del capital de los activos transferidos en una operación cubierta por la Directiva. Sin embargo, en algunos casos la Directiva no se aplica, y hay que poner en funcionamiento estructuras corporativas especiales para evitar este *impuesto de salida sobre las ganancias de capital*. Este es el caso, por ejemplo, cuando una sociedad de cartera situada en un tercer Estado Miembro transfiere instalaciones permanentes de un Estado Miembro a otro. También ocurre cuando una filial se convierte en delegación.

*Véase comentario en el punto 14. También en relación con este tema está el juicio hecho público en marzo de 2004 (caso C-9/02 de *Las-teyrie du Saillant*) por el tribunal europeo en el que se dictaminó que el régimen tributario de ganancias de capital no realizadas de una persona jurídica a otro Estado Miembro constituye un obstáculo a la libertad de establecimiento.*

#### c) Costes corrientes

17. El asunto de la determinación de precios de la transferencia resulta complejo para un grupo que opere en varios países. Como se ponía de manifiesto en el Comunicado de la Comisión titulado *Towards an Internal Market without tax obstacles — a strategy for providing companies with a consolidated corporate tax base for their EU— wide activities* (Hacia un mercado interno sin obstáculos fiscales: estrategia para ofrecer a las empresas un impuesto de sociedades consolidado para sus actividades europeas) (COM [2001] 582), la falta de consenso para asignar beneficios puede originar numerosos problemas al tratamiento fiscal de la determinación del precio de la transferencia desde dentro del propio grupo, sobre todo en forma de un elevado coste de cumplimiento y una posible tributación por partida doble.

*La Comisión estableció un «Foro conjunto sobre determinación del precio de la transferencia en la UE» con representantes del sector de los negocios y los Estados Miembros, que se reuniría de forma regular. Reunir a todas las partes implicadas para discutir acerca de los asuntos en juego contribuye a alcanzar un mayor entendimiento común y permite identificar las posibles mejoras no legislativas en los problemas prácticos, y así recortar el coste de cumplimiento y evitar la controversia.*

18. Es posible que un grupo que opere en varios Estados Miembros desee centralizar las funciones de apoyo para incrementar la eficiencia operativa. Pero en muchos casos el resultado incluirá la creación de una *multa por IVA en la oferta de servicios entre grupos* (por ejemplo, los servicios legales u otras operaciones técnicas internas) sobre otro Estado Miembro. Teniendo en cuenta que en el sector de los servicios financieros el IVA es, en el mejor de los casos, recuperable sólo de forma parcial, esto supone unos costes adicionales significativos que perjudican a las sinergias de los costes previsibles de una fusión transfronteriza, en comparación con una nacional. Este recargo tributario sobre las operaciones transfronterizas de servicios compartidos se añade a la tendencia general hacia la integración vertical, considerada en todas las disposiciones existentes sobre IVA como una barrera a la eficiencia.

*Véase comentario en el punto 15.*



19. La ausencia de un sistema homogéneo de compensación de pérdidas en todos los países de la UE afecta a la tributación de los beneficios a escala grupal. Un grupo que cuenta con varias filiales en el mismo Estado Miembro puede compensar las pérdidas de unas de ellas con los beneficios de otras, lo que resulta muy difícil, por no decir imposible, en el caso de un grupo que tenga filiales en varios Estados Miembros. Los grupos preferirán, por tanto, la consolidación dentro de las fronteras de un mismo país, para gozar de efectos más amplios de la diversificación, ya que estos pueden enriquecerse de la compensación horizontal directa y no de la compensación vertical diferida e indirecta de ejercicios fiscales posteriores.

*En el caso pendiente C-446/03 (Marks & Spencer), se le preguntó al Tribunal Superior de Justicia si contraviene al tratado de la CE impedir que una compañía reduzca sus beneficios tributables mediante la compensación de éstos con las pérdidas ocasionadas en otros Estados Miembros, cuando esto sí se puede hacer con las pérdidas en las que se hayan incurrido en filiales establecidas en el mismo estado que la empresa matriz.*

20. Determinadas interrupciones fiscales nacionales pueden favorecer a productos y servicios específicos no armonizados, con el resultado de que cada institución ha de proporcionar este servicio o producto si desea seguir siendo competitiva. En una situación de estas características, una fusión que se produzca entre dos entidades localizadas en ese mercado nacional puede producir unas sinergias de escala, siendo más difícil explotar sinergias de este estilo en el caso de la institución extranjera que adquiere a otra nacional, que no tiene derecho a una interrupción fiscal en su país de origen.

21. En algunos casos, pueden producirse *tratamientos fiscales discriminatorios de los productos o servicios extranjeros*, es decir, productos y servicios que se proporcionan desde un Estado Miembro distinto del país en que se venden. Por tanto, los grupos transfronterizos pueden verse en desventaja al intentar centralizar las «funciones financieras» (por ejemplo, las funciones relacionadas con la gestión de los activos) en un grupo nacional ya que éste último puede conservar toda su cadena de valor dentro del país y seguir beneficiándose de las sinergias.

*En el área de la gestión de activos, la Comisión ha abierto numerosos casos de incumplimiento para examinar los tratamientos de activos de los dividendos procedentes de los fondos de inversión extranjeros que pudieran ser potencialmente discriminatorios (incumplimientos 2000/5059 contra DE, 22002/4714 contra AT, 2003/2009 contra FR, 1994/476 contra EL, 2003/2010 contra IT).*

22. La repercusión de la tributación de los dividendos podría influir en la aceptación de una fusión transfronteriza por parte de los accionistas. Aunque esté justificada una transferencia de la sede social (*seat transfer*) o una cotización en otro mercado de valores por razones económicas, los grupos de accionistas podrían oponerse a la operación si ello implica un impuesto de retenciones no reembolsable más elevado, que haría disminuir los beneficios derivados de sus inversiones.

*Véase en COM (2003), una presentación de los diferentes modelos fiscales que se aplican a los dividendos en los países de la UE. En los casos C-315/02 (Lenz) y C-319/02 (Manninen), el Tribunal de Justicia Europeo dictaminó en el año 2004 que la tributación de los dividendos no debería hacer distinciones entre los originados en una compañía nacional y los originados en compañías establecidas en otro Estado Miembro. En concreto, los mecanismos de crédito impositivo o los tipos reducidos deberían aplicarse por igual a todos los dividendos distribuidos por cualquier compañía establecida en la UE.*

### III. Repercusiones de las reglamentaciones y requisitos de supervisión

#### a) Riesgos de ejecución

23. Una fusión transfronteriza puede subrayar los vacíos o imperfecciones que existan en el marco regulador, lo que podría hacer que los reguladores se sintiesen inseguros acerca del procedimiento a seguir, y la consecuente demora, imposición de medidas específicas o el veto a la fusión propuesta. En el sector bancario, por ejemplo, el nacimiento de grandes grupos transfronterizos puede despertar *la inquietud de los supervisores respecto a la estabilidad financiera* (por ejemplo, el debate actual sobre los modelos de garantía de depósito). En otros sectores, como el de los intercambios que tradicionalmente han actuado dentro de un mercado nacional, es posible que los reguladores tengan dudas acerca de cómo se opera en un contexto transfronterizo.

*El Consejo Económico y Financiero está analizando las repercusiones de la integración del sistema financiero sobre la estabilidad financiera y la gestión de las crisis. Se están examinando con gran detalle diversas áreas, entre las cuales se encuentran los modelos de garantía de depósitos, para garantizar que el marco regulador y de supervisión se adapta a la consolidación transfronteriza.*

24. El uso incorrecto de los poderes de supervisión, sobre todo los referentes a la aprobación de los cambios en la tenencia de acciones, ha sido también uno de los obstáculos identificados en la consolidación transfronteriza. Aunque la Comisión confirmó que sólo habrían de usarse dichos poderes sobre una base prudencial (caso Champalnaud), la legislación actual ofrece un gran margen de flexibilidad a los supervisores para ejercer el veto en la consolidación transfronteriza.

25. La complejidad de los numerosos procesos de aprobación supervisora, en el caso de la fusión transfronteriza puede suponer también un riesgo para el resultado de la transacción, ya que se deben respetar algunos intervalos de tiempo, que se añaden a la incertidumbre general. En particular, en el caso de una fusión entre dos empresas matrices con filiales en países diferentes, las regulaciones de «cambio indirecto del control» quizás exijan que todos los supervisores nacionales de todas las filiales tengan que aprobar la fusión.

b) *Costes excepcionales*

c) *Costes corrientes*

26. A pesar del marco común de regulación, podrían producirse *importantes divergencias en las prácticas supervisoras* a escala institucional. Dichas divergencias podrían explicarse por el carácter opcional de las normas armonizadas, incluidas las disposiciones que se deciden a escala nacional y que superan a las armonizadas (medidas súper equivalentes), o la falta de coherencia en la aplicación de las normas comunes. La consecuencia es una limitación de los modelos homogéneos, y por tanto de las sinergias, de control del riesgo y gestión del riesgo dentro de un grupo transfronterizo.

*Se ha ampliado el modelo Lamfalussy a las áreas de la banca y los seguros, lo que contempla la formación de comités de supervisión encargados de conseguir una mayor convergencia en las prácticas supervisoras. La nueva Directiva sobre Requisitos de Capital aporta un marco mejorado a la cooperación supervisora, al igual que lo hará la Segunda Directiva sobre Solvencia, en fase de preparación.*

27. Los *múltiples requisitos informativos*, en algunos casos mezclados con la falta de transparencia en términos de requisitos y definiciones, puede también suponer una carga significativa y costosa a los grupos transfronterizos. En efecto, una fusión transfronteriza podría acarrear unos requisitos informativos más severos que los que se imponen a dos entidades que se fusionan. En lugar de crear sinergias de coste como las de una fusión doméstica, la transfronteriza podría incluso crear costes adicionales.

*La Comisión estableció un foro de trabajo que indicó varias recomendaciones en un informe publicado en junio de 2003. Para el seguimiento de estas recomendaciones, y dentro del trabajo global del denominado «Segundo Pilar», el Comité de Supervisores Bancarios Europeos está investigando posibles soluciones técnicas que permitan la elaboración de un régimen de generación de informes en el terreno de la actividad bancaria.*

#### **IV. Barreras económicas**

a) *Riesgos de ejecución*

b) *Costes excepcionales*

28. La *fragmentación de los mercados europeos de renta variable* puede imponer unos costes adicionales de transacción a una fusión transfronteriza. Por ejemplo, el mecanismo de intercambio de acciones puede resultar complicado, y más caro, cuando las dos entidades en cuestión cotizan en diferentes bolsas. Los costes adicionales también podrían influir sobre la parte oferente en lo que respecta a la modalidad de la transacción (por ejemplo, efectivo contra intercambio de acciones).

c) *Costes corrientes*

29. Independientemente de los marcos legales o los incentivos fiscales (véanse los puntos 13 y 20), algunas de las *diferencias en la combinación de productos* se explican a través de los hábitos, las preferencias o incluso por causas históricas. Este es el caso especialmente de los productos más comunes, como los instrumentos de pago. Como consecuencia de ello, el potencial de racionalización de productos derivado de una fusión transfronteriza es más limitado que el de una fusión nacional.

30. En los grupos transfronterizos, también existen más *costes fijos no coincidentes*, que no se pueden repercutir a varios países. En efecto, aún sin barreras de tipo legal, fiscal o prudencial seguirían quedando diferencias entre los Estados Miembros que exigirían que se adaptase un modelo diferenciado al entorno local. Esto limita las posibles sinergias. El ejemplo más evidente es el idioma, y sus implicaciones en términos de servicios al cliente, por ejemplo.

31. El escaso número de consolidaciones transfronterizas podría también tener una explicación en la ausencia de posibles objetivos, debido a la *ausencia de instituciones de mediana envergadura*. La consolidación con carácter nacional de este tipo de instituciones desembocó en el nacimiento de instituciones más grandes y complejas. Los escasos ejemplos de fusiones transfronterizas parecen indicar que lo más frecuente es que una institución grande absorba a otra mediana. Adquirir una institución grande puede parecer demasiado complicado (y arriesgado), mientras que hacerlo con una pequeña puede no ser suficiente para compensar los costes producidos.

32. La *ausencia de un tamaño crítico* en algunos segmentos del mercado (por ejemplo, la banca de inversión) puede incitar a las instituciones a entrar en una estrategia de nichos, en la que las ventajas que pueden presentar las fusiones transfronterizas que crean grandes conglomerados son menos evidentes desde el punto de vista económico. En efecto, no solo sería difícil encontrar sinergias entre dos participantes en el nicho, sino que el tamaño absoluto no sería necesariamente una ventaja cuando una institución desea mantener su ventaja competitiva en su nicho de mercado.

33. Las fusiones nacionales pueden contribuir a incrementar el *poder de mercado*, y por tanto al aumento de la rentabilidad, incluso sin sinergias de coste algunas (por ejemplo elevar la renta manteniendo a la vez los costes en un nivel constante). Como la mayoría de los mercados minoristas siguen organizándose a escala nacional, las fusiones transfronterizas producen muy poco incremento, si no ninguno, del poder de mercado.

34. Las *diferencias existentes en los ciclos económicos* de los diferentes Estados Miembros pueden influir en que el entorno económico tenga una fuerte repercusión sobre la rentabilidad de los bancos. Podrían ser necesarias diferentes estrategias para las diferentes condiciones macroeconómicas, y por tanto, podría limitar el alcance de una posible estrategia paneuropea implementada a la escala del grupo transfronterizo, entretanto que los grupos nacionales hacen frente a un único entorno económico. Sin embargo, esto podría ser un desencadenante de la consolidación, ya que estas diferencias en los ciclos pueden contribuir a disminuir la rentabilidad, al reducirse el riesgo y la volatilidad de las ganancias a través de la diversificación geográfica.

## V. Barreras de actitud

### a) Riesgos de ejecución

35. Algunos Estados Miembros quizás promuevan, abiertamente o no, una «política industrial nacional» destinada a la creación de «campeones nacionales». Entre sus posibles justificaciones, alguna opinión puede inclinarse a afirmar que una política así puede garantizar la financiación adecuada de la economía nacional. Las consideraciones políticas pueden también tener un papel importante para las compañías o instituciones recién privatizadas que han recibido dinero público. Esta *interferencia política* puede bloquear alguna fusión transfronteriza, aun cuando esta transacción sea compatible con la legislación vigente. No es necesario que intervengan los poderes o normas formales para que se materialice una interferencia de este tipo. En efecto, según se ha demostrado en párrafos anteriores, existen muchos obstáculos que hay que sobrepasar antes de llevar a cabo una fusión transfronteriza, y es razonable pensar que no se puede producir una fusión de este tipo si existe una fuerte oposición política. Además, una política de estas características puede desembocar en una tolerancia hacia los altos niveles de concentración a escala nacional, permitiendo (e incluso alentando) la consolidación nacional por encima de la transfronteriza, y haciendo más difícil aún la adquisición extranjera de una institución nacional con una cuota importante de mercado.

36. La *reticencia de los empleados* de una compañía objetivo de una operación transfronteriza puede erigirse también en una amenaza para que el resultado de la operación sea satisfactorio. En efecto, es posible que los empleados no acepten ser administrados desde otro país. La oposición pública al proyecto puede influir en la valoración de los analistas. También los empleados pueden intervenir en caso que dispongan de una participación en la compañía.

37. Las fusiones transfronterizas pueden implicar un cambio del lugar de cotización, e incluso de la moneda de cotización. La *aceptación por parte de los accionistas de los cambios de cotización* pueden ser limitados, aun cuando se eliminasen todos los riesgos y repercusiones fiscales. De hecho, el lugar de la cotización posee un importante valor simbólico.

38. Teniendo en cuenta que las fusiones transfronterizas son complicadas y deben superar un gran número de riesgos de ejecución (como se pone de manifiesto en este documento), podría producirse un impacto sobre la *percepción del riesgo de quiebra por parte de accionistas y analistas* en lo que respecta a estas fusiones.

### b) Costes excepcionales

### c) Costes corrientes

39. La interferencia con las consideraciones políticas puede tener también consecuencias en las estructuras establecidas después de la fusión transfronteriza. Estas *concesiones políticas* (por ejemplo, garantías en el ámbito del empleo, que no se produzcan traslados de la sede central, protección de la marca local) puede contribuir a que la fusión supere los diferentes obstáculos, pero también restringir los resultados de la entidad transfronteriza fusionada a la hora de realizar todo el potencial de la fusión, ya que las opciones se verían muy limitadas.

40. Es posible que el consumidor *desconfíe de las entidades extranjeras*, lo que significa que, en igualdad de condiciones, una entidad local tiene ventaja sobre otra de la competencia que se identifique como extranjera. Esto explica porqué las instituciones extranjeras suelen preferir mantener una marca local, aun cuando esto suponga un impedimento a las sinergias de determinadas funciones (por ejemplo, la mercadotecnia) o ralentice el proceso de integración (transmisión de una marca a otra en un período largo de tiempo).

**RESUMEN**

	<b>I. Barreras legales</b>	<b>II. Barreras fiscales</b>	<b>III. Repercusiones de las normativas y requisitos de supervisión</b>	<b>IV. Barreras económicas</b>	<b>V. Barreras de actitud</b>
a) <i>Riesgos de ejecución</i>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Incertidumbre legal</li> <li>2. Procesos opacos de toma de decisiones</li> <li>3. Estructuras legales</li> <li>4. Limitaciones o controles sobre las participaciones extranjeras</li> <li>5. Mecanismos de defensa</li> <li>6. Impedimentos al control eficaz</li> <li>7. Dificultades para valorar la situación financiera</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>14. Incertidumbre sobre los acuerdos fiscales</li> <li>15. Incertidumbre sobre el régimen de IVA</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>23. Inquietudes acerca de la estabilidad financiera</li> <li>24. Uso incorrecto de los poderes de supervisión</li> <li>25. Procesos de aprobación supervisora</li> </ol>		<ol style="list-style-type: none"> <li>35. Interferencia política</li> <li>36. Reticencia de los empleados</li> <li>37. Aceptación de los cambios de cotización por parte de los accionistas</li> <li>38. Percepción del riesgo de quiebra por parte de accionistas y analistas</li> </ol>
b) <i>Costes excepcionales</i>		<ol style="list-style-type: none"> <li>16. Impuesto de salida sobre las ganancias de capital</li> </ol>		<ol style="list-style-type: none"> <li>28. Fragmentación de los mercados de capitales europeos</li> </ol>	
c) <i>Costes corrientes</i>	<ol style="list-style-type: none"> <li>9. Legislación en materia de empleo</li> <li>10. Sistemas contables</li> <li>11. Normas de protección al consumidor divergentes</li> <li>12. Protección de datos</li> <li>13. Diferencias en el derecho privado</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>17. Determinación del precio de la transferencia</li> <li>18. IVA entre grupos</li> <li>19. Compensación no homogénea de las pérdidas</li> <li>20. Interrupciones fiscales nacionales específicas</li> <li>21. Tratamientos fiscales discriminatorios</li> <li>22. Tributación de los dividendos</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>26. Divergencias en las prácticas supervisoras</li> <li>27. Múltiples requisitos de generación de informes</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>29. Diferentes combinaciones de productos</li> <li>30. Costes fijos no coincidentes</li> <li>31. Ausencia de instituciones de mediana envergadura</li> <li>32. Ausencia de tamaño crítico</li> <li>33. Poder de mercado</li> <li>34. Diferencias en los ciclos económicos</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>39. Concesiones políticas</li> <li>40. Desconfianza del consumidor de las entidades extranjera</li> </ol>

# Consolidación transfronteriza en el sector financiero de la Unión Europea

## Documento de trabajo del personal de la Comisión

### ÍNDICE

Introducción.....	132
<b>Primera parte. Consolidación transfronteriza en el sector financiero de la UE entre 1999 y 2004 .....</b>	<b>132</b>
1. Consolidación en el sector financiero en comparación con otros sectores.....	133
1.1. Características de tamaño.....	133
1.2. Proporción de la actividad transfronteriza.....	133
1.3. Los diferentes procesos de consolidación en escena .....	134
2. Comparativa entre la consolidación transfronteriza y nacional en el sector financiero .....	134
2.1. Características distintivas entre las operaciones nacionales y transfronterizas .....	135
2.2. Matices que dependen del segmento del mercado .....	136
2.3. ¿Campeones nacionales o instituciones paneuropeas? .....	137
3. Geografía de la reestructuración del sector financiero .....	137
3.1. La importancia de la reestructuración interna de la UE en el escenario global .....	137
3.2. Agrupaciones regionales dentro de la UE de los 15 .....	138
3.3. Grandes inyecciones de capital dirigidas hacia los nuevos Estados Miembros.....	139
Datos numéricos de las fusiones y adquisiciones internas de la UE.....	141
<b>Segunda parte. Obstáculos a la consolidación transfronteriza identificados por los participantes en el mercado.....</b>	<b>142</b>
1. El estudio y la metodología empleados para valorar la importancia de los obstáculos .....	142
1.1. El cuestionario .....	142
1.2. Análisis: La metodología.....	143
2. Respuestas recibidas .....	143
2.1. Según el tamaño de las instituciones (en términos de activos).....	144
2.2. Según la estructura corporativa de las instituciones.....	144
2.3. Según la experiencia anterior con fusiones y adquisiciones de carácter transfronterizo .....	145
2.4. De los organismos de representación de los sectores financieros y otros encuestados.....	145
3. Síntesis .....	146
3.1. Elementos que reducen el valor económico de las adquisiciones transfronterizas .....	146
3.2. Elementos que contribuyen a un entorno desfavorable o desalentador.....	148
3.3. Consecuencias de la percepción individual de las entidades extranjeras de la UE .....	148
<b>Tercera parte. Aspectos de actualidad .....</b>	<b>149</b>
1. Elementos que hacen disminuir el valor económico de las adquisiciones transfronterizas .....	149
1.1. Repercusiones de la supervisión en las instituciones transfronterizas .....	149
1.2. Impedimentos legales a la expansión y reorganización corporativas .....	150
1.3. Dificultades para vender el mismo producto en diferentes países .....	151
2. Elementos que contribuyen a un entorno desfavorable o desalentador.....	151
2.1. Injerencia política y mal uso de los poderes de supervisión .....	151
2.2. Obstáculos legales .....	152
3. Percepción individual negativa hacia las entidades extranjeras de la UE .....	152
<b>Anejo. Resultados de la reunión informal de los ministros de Economía y Finanzas, La Haya, 10-11 de septiembre de 2004.</b>	
Tributación bancaria y de sociedades.....	153

## INTRODUCCIÓN

En septiembre de 2004, el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros, reunido de manera informal en Scheveningen, debatía sobre la lentitud del proceso de consolidación transfronteriza<sup>1</sup> en el sector bancario. Este debate se vio impulsado por la presentación de un documento por parte de la Presidencia, en el que se indicaba el bajo nivel de consolidación transfronteriza en esta área, y que se acompañaba de unas presentaciones de los Directores Generales de los grandes bancos europeos explicando las razones de este fenómeno.

Aunque el debate se centraba primordialmente en el sector bancario, bien sabido es que el escaso nivel de fusiones transfronterizas no es materia exclusiva de este segmento del mercado. Es muy importante para todo el sector financiero, con algunos matices.

Como continuación a estos debates, los ministros de Finanzas invitaron a la Comisión a analizar posibles explicaciones al escaso nivel de reestructuración paneuropea, específica del sector financiero. Con este fin, los ministros encargaron a la Comisión que revisase los obstáculos que pudieran erigirse frente a las fusiones y adquisiciones interfronterizas, para poder identificar sus eventuales fallos, vacíos o deficiencias en sus mercados internos. Los ministros de Finanzas también tomaron nota de la intención de la Comisión de revisar la forma en que se podría mejorar el proceso de aprobación supervisora<sup>2</sup>.

La función principal de la Comisión es garantizar que la legislación europea actual se aplique correctamente. La Comisión no favorece a ningún modelo comercial específico ni forma alguna de mercado, en tanto éstos sean conformes a la legislación europea. Partiendo de este supuesto, la función de la Comisión es analizar el funcionamiento del mercado, para detectar cualquier obstáculo injustificado que pueda entorpecer las decisiones de las compañías con respecto a la organización de sus operaciones en el mercado interno. Además, la Comisión ha asumido también la tarea de proponer acciones encaminadas a favorecer el crecimiento de acciones de apoyo dentro del contexto de la política global de competencia de la UE.

En el sector bancario, el uso inapropiado de los poderes de supervisión para bloquear las fusiones transfronterizas ha sido uno de los obstáculos que los ministros de Finanzas han identificado como posible barrera a las fusiones y adquisiciones transfronterizas. La Comisión ha dado ya los primeros pasos para proponer cambios legislativos cuyo objetivo es el de mejorar y aclarar las disposiciones actuales de la directiva correspondiente<sup>3</sup>, para evitar este tipo de situaciones. Para garantizar la coherencia intersectorial, también se examinan otras disposiciones del sector seguros<sup>4</sup>, dentro del trabajo preparatorio del proyecto Solvencia II.

Al mismo tiempo, es posible que existan otros factores que expliquen la ausencia de fusiones transfronterizas dentro del sector de los servicios financieros. En este documento se pretende ofrecer un profundo estudio de cara a favorecer el debate político y aportar una orientación basada en los hechos para posibles acciones políticas en el futuro:

- En primer lugar, se describe con detalle el proceso de consolidación transfronteriza del sector financiero de la UE a partir de 1999, para dibujar un escenario de fondo y proporcionar una visión objetiva de lo que está sucediendo.
- A continuación, se presentan las opiniones de los participantes del mercado (reunidas mediante una encuesta que se llevó a cabo durante la primavera de 2005), ya que éstos son los que se encuentran en la mejor posición para explicar cuáles son los principales desencadenantes y los obstáculos fundamentales que se encuentran detrás de las decisiones de las compañías de comprometerse o no en actividades transfronterizas.
- Por último, se examinan las cuestiones suscitadas del análisis económico y las opiniones de los participantes en el mercado, para preparar el debate político.

## PRIMERA PARTE

### CONSOLIDACIÓN TRANSFRONTERIZA EN EL SECTOR FINANCIERO DE LA UE ENTRE 1999 Y 2004

Esta parte se ofrece una descripción del proceso de consolidación transfronteriza dentro del sector financiero de la UE. Se examinan las operaciones de fusiones y adquisiciones que tuvieron lugar entre 1999 y 2004, observando la cuestión desde 3 diferentes perspectivas:

<sup>1</sup> Consolidación transfronteriza quiere decir aquí la clase de consolidación en la que intervienen entidades localizadas en distintos Estados Miembros de la UE. Por consolidación nacional debe entenderse la consolidación que se produce dentro de un único Estado Miembro de la UE.

<sup>2</sup> Al final de este documento pueden encontrarse las conclusiones de la reunión informal de los ministros de Finanzas.

<sup>3</sup> El Artículo 16 de la Directiva Bancaria Codificada 2000/12/EC, en el que se establece el proceso de aprobación supervisora para la consecución de un «accionariado cualificado» en una institución de crédito.

<sup>4</sup> El Artículo 15 de la Directiva Codificada sobre Seguros de Vida 2002/83/EC, y el artículo 15 de la Tercera Directiva sobre Seguros no de Vida 92/49/EEC.

- En primer lugar, *las características específicas del sector financiero*, comparando la consolidación nacional y transfronteriza con la consolidación en otros sectores no financieros.
- En segundo lugar, *las diferencias existentes entre la consolidación nacional y transfronteriza dentro del sector financiero de la UE*, observando las características de las fusiones y adquisiciones, para identificar sus similitudes y discrepancias.
- Por último, *la geografía del proceso de consolidación*, con un intento de establecer las conexiones que se derivan de ella.

Se ofrece un análisis más detallado (véase documento de trabajo de la Dirección General de Mercado Interno y Servicios de la Comisión Europea<sup>5</sup>), en el que pueden encontrarse definiciones precisas y explicaciones metodológicas.

## 1. CONSOLIDACIÓN EN EL SECTOR FINANCIERO EN COMPARACIÓN CON OTROS SECTORES

Este apartado tiene como objetivo analizar en qué se diferencia el sector de los servicios financieros de otros sectores. Por lo tanto, se observa por una parte el conjunto de operaciones internas de la UE pertenecientes al área de servicios financieros<sup>6</sup> y, por otra parte, las operaciones de este mismo tipo llevadas a cabo en otros sectores<sup>7</sup>, que se considerarán realizadas en el período de 1999 a 2004 (unas 4.000 operaciones con un valor total de 2.600 miles de millones de euros).

Antes de comparar las operaciones del sector financiero con las de otros sectores, es preciso reflexionar sobre si esta comparación tiene sentido. ¿Podría ser que el ciclo económico del sector financiero sea muy distinto del de otros sectores, con lo que esta comparación podría estar sesgada? Los hechos confirman que, aunque el máximo de actividad del año 2000 fue ligeramente más destacado en el sector financiero, en general, el ciclo económico de la actividad de consolidación del sector financiero no parece ser muy distinto del de otros sectores. La comparación, por tanto, está justificada.

### 1.1. Características del tamaño

En primer lugar, existen diferencias en cuanto al tamaño en las operaciones de fusiones y adquisiciones del sector financiero; la consolidación del sector financiero involucra a grandes instituciones compradoras como también a grandes instituciones adquiridas. Este hecho se hizo evidente entre los años 1999 a 2000, en los que se produjo una significativa cantidad de operaciones domésticas. En efecto, en estos 2 años, el tamaño medio de las operaciones del sector financiero se aproximaba a los 650.000 millones de euros, mientras que las pertenecientes a otros sectores rondaban los 250.000 millones de euros. A partir del año 2001 y en adelante, se produjo un marcado descenso de la magnitud media tanto de las operaciones del sector financiero como de otros sectores, pero sigue existiendo una amplia diferencia, equivalente a un valor medio de 150.000 millones de euros, en el período 2001 a 2004, frente a los 80.000 millones de euros de otros sectores.

El valor de las operaciones solo representan una dimensión del tamaño de la fusión o adquisición, la de la entidad adquirida o absorbida, ponderada según el tamaño de la empresa que lo realiza. Al observar la otra parte, es decir, la envergadura de las compañías compradoras (medida en función del valor de sus activos), también se descubren notables diferencias entre el sector financiero y otros sectores. Mientras que el promedio del total de activos de una empresa financiera que adquiere una participación en otra sociedad financiera se ha mantenido estable entre los 50 y los 75.000 millones de euros desde 1999, su equivalente en los sectores no financieros ha permanecido entre los 10 y los 30.000 millones de euros.

### 1.2. Proporción de la actividad transfronteriza

Una segunda diferencia es el bajo porcentaje de operaciones transfronterizas que se llevan a cabo dentro del sector financiero. Entre los años 1999 y 2004, las operaciones transfronterizas de la UE contabilizaron aproximadamente el 20 por 100 del valor total de las operaciones pertenecientes al sector financiero. A pesar de que las proporciones son parecidas en lo que respecta a la cantidad de operaciones, la proporción de transacciones transfronterizas alcanzó el 45 por 100 en comparación con los otros sectores.

<sup>5</sup> Apéndice al informe Supervisor de la Integración Financiera de 2005, que se encuentra disponible en el sitio Web de la Comisión: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/cross-sector/index\\_fr.htm#tracking](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/cross-sector/index_fr.htm#tracking).

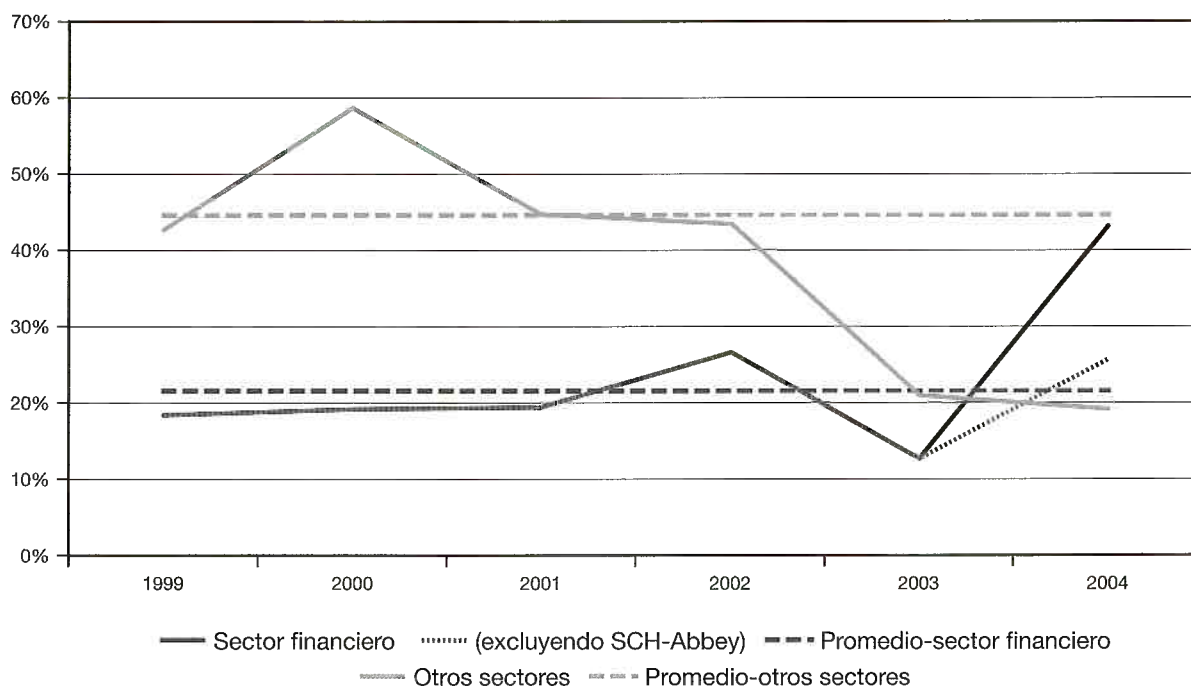
<sup>6</sup> Transacciones en las que tanto el objetivo de la compra como el comprador son compañías con sede en la UE y pertenecen al sector financiero.

<sup>7</sup> Operaciones en las que al menos una entidad (comprador u objetivo de la compra) se encuentran fuera del sector financiero.



GRÁFICO 1

**PROPORCIÓN DE OPERACIONES TRANSFRONTERIZAS DENTRO DE LAS OPERACIONES INTERNAS DE LA UE, EN EL SECTOR FINANCIERO Y EN OTROS SECTORES (MEDIDAS SEGÚN SU VALOR)**



Fuente: Bureau van Dijk, base de datos Zephyr.

Con el tiempo, la proporción se ha mantenido estable en el sector financiero, con la excepción de un alza notoria al 40 por 100 en el año 2004. Esta subida, no obstante, no ha de ser interpretada con excesiva benevolencia, ya que se debió, en gran parte, a una sola operación (la adquisición de Abbey Nacional plc [«Abbey»] por parte del Banco Santander Central Hispano S.A. [«SCH»]). Quitando esta operación, la proporción desciende al 20 por 100 aproximadamente, que mantiene la tendencia de los 4 años anteriores. En otros sectores, el porcentaje siguió siendo estable hasta el año 2002, pero después descendió al 20-25 por 100 en 2003 y 2004.

### 1.3. Los diferentes procesos de consolidación en escena

En general, el panorama de la actividad transfronteriza en el sector financiero se encuentra en consonancia con los resultados de otros estudios sobre esta materia: la actividad transfronteriza es débil en comparación con otros sectores. Esta diferencia en cuanto al valor de las operaciones (el 20 por 100 en el sector financiero y el 45 por 100 en otros sectores) parece reflejar la existencia de importantes diferencias en los procesos de consolidación, más que expresar simplemente unas cifras más bajas de consolidación en el sector financiero.

En el sector financiero, las operaciones domésticas son significativamente mayores que las transfronterizas (originando con ello la formación de los «Campeones nacionales», localizados fuertemente en un país). Este parece ser el caso durante los años 1999 y 2000. De ello se hablará en el siguiente apartado. En contrapartida, en los sectores no financieros, las operaciones transfronterizas parecen tener una mayor envergadura que las nacionales, siendo las diferencias de tamaño de las partes comparadora y adquirida menores que en el sector financiero, originando no ya solo «Campeones nacionales» que desarrollan actividades secundarias en otros países de la UE, sino auténticas compañías paneuropeas con un reparto más equilibrado de actividades entre los países en que se localizan.

## 2. COMPARATIVA ENTRE LA CONSOLIDACIÓN TRANSFRONTERIZA Y NACIONAL EN EL SECTOR FINANCIERO

En este apartado, se estudian las diferencias existentes entre las fusiones transfronterizas y nacionales en el sector financiero. En un mercado perfectamente integrado, estas diferencias, si las hubiere, habrían de ser mínimas. En contrapartida, si son muy evidentes, delatan una ausencia de integración entre los segmentos específicos del mercado.

## 2.1. Características distintivas entre las operaciones nacionales y transfronterizas

Dentro del sector financiero de la Europa de los 25, las fusiones y adquisiciones transfronterizas presentan unas visibles peculiaridades que las diferencian de las nacionales.

El *primer rasgo distintivo* tiene que ver con el tamaño de las compañías que intervienen. El tamaño de las compañías compradoras suele ser mucho mayor en las operaciones transfronterizas, donde, por otra parte, no parece haber grandes distinciones en lo que respecta a las compañías objetivo de la adquisición. En efecto, desde el año 1999, el tamaño medio de una compañía que adquiere una participación mayoritaria a través de una adquisición transfronteriza ha estado en torno a los 150.000 millones de euros. En contraste, el tamaño medio de las compañías adquiridas en las operaciones nacionales se ha mantenido en aproximadamente 50.000 millones de euros. Por el lado de la compañía objetivo, no se puede observar esta diferencia entre ambos tipos de operaciones. El tamaño medio ha seguido siendo estable y cercano a los 10.000 millones de euros.

Como consecuencia de ello, existe una enorme diferencia entre los coeficientes de tamaño de la compañía que ha sido adquirida y la adquirente en ambos tipos de transacciones, en términos sus activos totales (véase gráfico 2). Al observar las adquisiciones ponderadas según el valor de la operación, este coeficiente se aproxima a 1 en las operaciones nacionales (lo que equivale a decir que las dos partes son aproximadamente del mismo tamaño), mientras que éste índice se sitúa por debajo del 0,4 en las operaciones transfronterizas (lo que significa que la compañía compradora es mucho mayor).

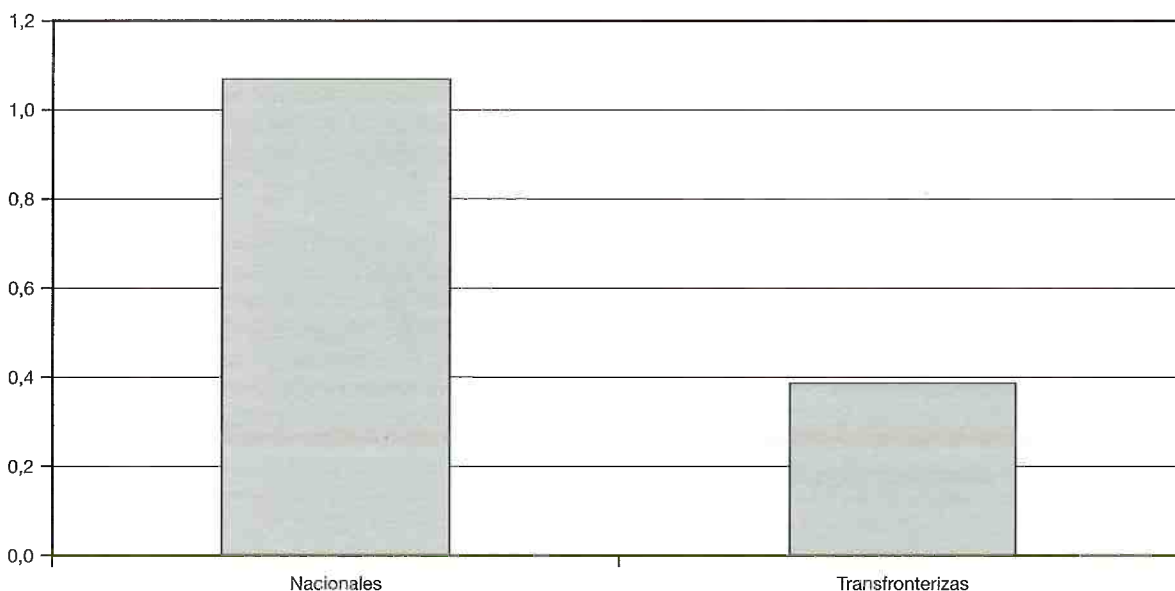
Por tanto, parece deducirse de ello que sólo las grandes instituciones emprenden procesos de consolidación transfronteriza, y al hacerlo, están compitiendo con las empresas locales más pequeñas por la adquisición de los mismos objetivos.

Un *segundo rasgo distintivo* tiene que ver con la combinación sectorial de las transacciones. La consolidación transfronteriza se produce más habitualmente dentro de los mismos sectores (es decir, son orientadas según la escala) que las fusiones nacionales. En las operaciones nacionales, la diversificación intersectorial es mucho más frecuente, quizás porque los coeficientes de concentración de algunos mercados son relativamente elevados y las compañías se inclinan por continuar su crecimiento fuera de lo que es su sector principal de actividad.

Por ejemplo, si un «banco compra una compañía nacional de seguros» esto representa alrededor del 10 por 100 del total de adquisiciones nacionales por parte de bancos, mientras que si un «banco compra una compañía de seguros extranjera», esto representa menos del 4 por 100 del total de adquisiciones transfronterizas realizadas por los bancos. De forma

GRÁFICO 2

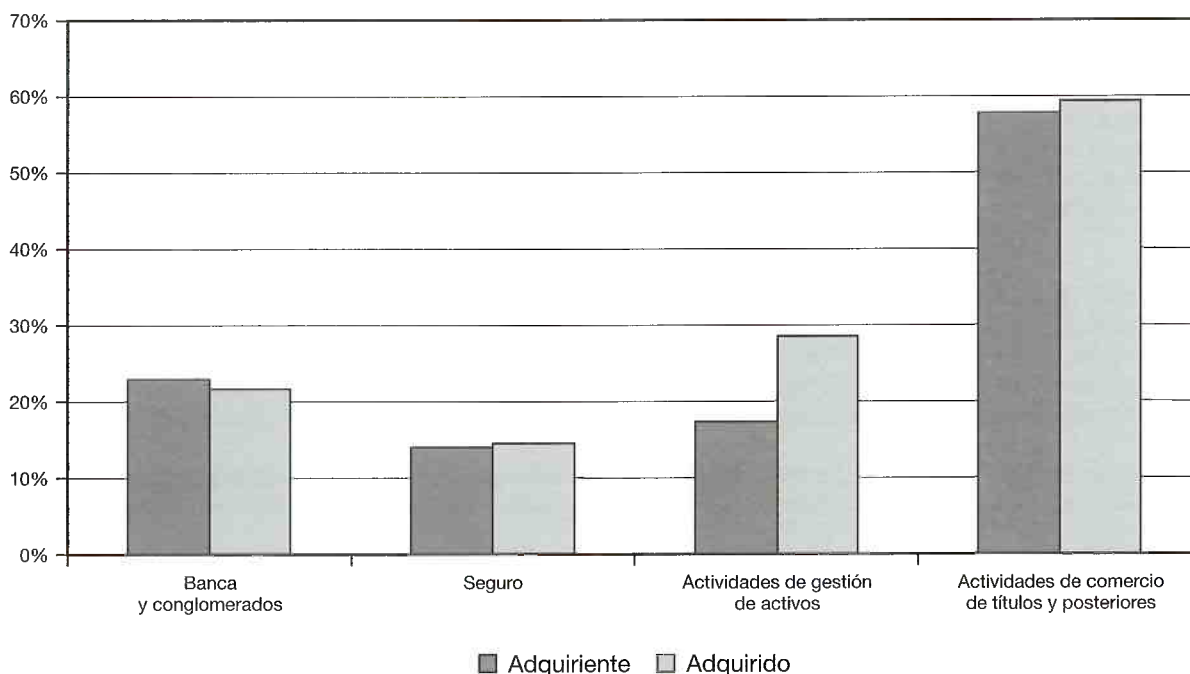
**RATIO MEDIA DE LOS ACTIVOS DE LA EMPRESA OBJETIVO EN RELACIÓN CON LOS ACTIVOS DEL COMPRADOR, PONDERADO SEGÚN EL VALOR DE LA OPERACIÓN DE LAS EMPRESAS MAYORITARIAS (EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE 1999 Y 2004)**



Fuente: Bureau van Dijk, base de datos Zephyr.

GRÁFICO 3

**PROPORCIÓN DE OPERACIONES TRANSFRONTERIZAS POR SEGMENTO DE MERCADO DE LA PARTE COMPRADORA Y LA ADQUIRIDA (CALCULADO SEGÚN SU VALOR, ENTRE 1999 Y 2004)**



Fuente: Bureau van Dijk, base de datos Zephyr.

parecida, la fórmula «compañía de seguros que compra un banco» supone poco menos del 40 por 100 de las operaciones nacionales y cerca del 20 por 100 de las transfronterizas. Esta tendencia es mucho más pronunciada en el negocio de valores y en las actividades posteriores a la negociación (es decir, todas aquellas actividades relacionadas con los mercados financieros, incluyendo la intermediación financiera, y las operaciones de Bolsa, compensación y liquidación), en las que las operaciones internas del segmento contabilizan casi el 50 por 100 de las operaciones domésticas y más del 95 por 100 de las transfronterizas.

## 2.2. Matices que dependen del segmento de mercado

Además de estas tendencias comunes, también se observan diferencias en la consolidación transfronteriza según los segmentos del mercado, con dos situaciones (esquemáticas) polarizadas, por una parte, el área de las «instituciones» (los bancos, las compañías de seguros y los conglomerados financieros) y por otra, el área de los «mercados» (transacción de títulos y actividades posteriores a la negociación).

La proporción de operaciones transfronterizas en el sector bancario y de los seguros es mucho más baja (tanto del lado del comprador como de la parte adquirida), situándose en un 20 por 100 en la banca y un 15 por 100 en los seguros (véase gráfico 3). En contraste, el porcentaje de operaciones transfronterizas es muy alto en la transacción de títulos y en el segmento de actividades posteriores, con una proporción aproximadamente del 60 por 100 en valor (frente al 20 por 100 del sector financiero en su conjunto, y el 45 por 100 de los sectores no financieros). En el segmento de las actividades de gestión de activos (es decir, todas las actividades relacionadas con la inversión institucional y privada, como los fondos de inversión, ya sean desarrolladores de nuevos productos o inversores, banca privada, renta variable particular<sup>8</sup>), la situación se encuentra entre los dos, con una proporción ligeramente inferior al 20 por 100 al considerar a los adquirentes y de aproximadamente un 30 por 100 en lo concerniente a los objetivos de la adquisición.

<sup>8</sup> Cabe señalar, no obstante, que la categoría de «actividades de gestión de activos» solo cubren a las compañías de gestión de activos independientes, y no a los departamentos de gestión de activos con que cuentan los grupos bancarios o las compañías de seguros (que se incluyen en las categorías de «Banca» o «Seguros»). Además, estas estadísticas solo valoran la consolidación a escala de las instituciones que gestionan los activos, no las fusiones de los propios fondos, que se enfrentan con un gran número de obstáculos específicos. Para obtener más información, véase el Documento Verde de la Comisión sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/ucits/greenpaper\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/greenpaper_en.pdf).

Según el *tipo de transacción*, se llegan a observar más diferencias en el proceso de consolidación transfronteriza de acuerdo con el sector. En los segmentos de la banca, los seguros y la gestión de los activos, el porcentaje de inversión minoritaria en las operaciones transfronterizas se encuentra por encima de la media para todas las transacciones transfronterizas del sector financiero: si las empresas minoritarias contabilizan aproximadamente el 12 por 100 en media de las transacciones transfronterizas, este coeficiente se sitúa en torno al 15 por 100 en las adquisiciones transfronterizas llevadas a cabo por bancos o compañías de seguros. Únicamente en el segmento de las actividades de comercio de títulos y posteriores este coeficiente de inversión minoritaria es inferior a la media (menos del 5 por 100).

Los patrones parecen diferir, con aquellos segmentos con las menores operaciones transfronterizas haciendo un porcentaje más elevado de adquisiciones minoritarias, y siendo el segmento más integrado el que suele intervenir con mayor frecuencia en la adquisición transfronteriza directa mayoritaria.

Un último elemento diferenciador de los segmentos de mercado es el *tamaño respectivo de la operación* en las transacciones nacionales y transfronterizas. Si el tamaño de una adquisición transfronteriza por parte de una institución bancaria o una compañía de seguros equivale, como media, a la mitad de una fusión doméstica, la operación transfronteriza por parte de una empresa del segmento del comercio de títulos y operaciones posteriores a la negociación es más de 5 veces superior a la de una fusión nacional.

Resumiendo, en el área de los bancos, las compañías de seguros y los conglomerados (es decir, las «instituciones»), la proporción de operaciones transfronterizas es inferior a la media del sector financiero, con más adquisiciones minoritarias en proporción y operaciones nacionales significativamente mayores. En el área de las actividades con títulos (es decir, los «mercados»), las transacciones transfronterizas son mucho más frecuentes, son comparativamente más grandes que las nacionales y están constituidas con mayor frecuencia por adquisiciones de participaciones de control.

### **2.3. ¿Campeones nacionales o instituciones paneuropeas?**

La conclusión es que el retraso en la consolidación transfronteriza no solo se debe a su ritmo más lento, sino que se puede explicar en parte por las diferencias en cuanto al tamaño de la operación, especialmente en el período 1999-2000, momento en que la actividad nacional alcanzó un máximo (obsérvese que desde que las valoraciones del mercado de valores comenzaron a ser uniformes en toda la UE, no se pueden observar desviaciones al comparar el valor de las operaciones domésticas y transfronterizas en un momento determinado). Sólo en un segmento (el de las actividades de «mercado») son muy superiores las operaciones transfronterizas, y es en este segmento donde la consolidación transfronteriza es mucho más significativa.

Podría parecer que, dentro del sector financiero, la reestructuración transfronteriza no entra en juego cuando hay posibilidades de que se originen auténticas instituciones paneuropeas. En efecto, al comparar la dimensión media queda, demostrado que las fusiones nacionales están originando la creación de entidades nacionales fusionadas cuyo tamaño es más o menos equiparable al de los grandes grupos transfronterizos, que crecen a través de adquisiciones más pequeñas (y en muchas ocasiones, por medio de inversiones minoritarias). Esta tendencia fue especialmente pronunciada en el período 1999-2000, en que la consolidación nacional condujo a la creación de enormes grupos nacionales que no contaban con grupos transfronterizos equiparables.

## **3. GEOGRAFÍA DE LA REESTRUCTURACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO**

El propósito de este apartado es explorar en profundidad la situación geográfica de los movimientos de fusión y adquisición en el sector financiero de la UE, valorándolos en un primer lugar dentro del escenario global, y en segundo lugar, identificando las posibles tendencias que en ellos pudieran mostrarse.

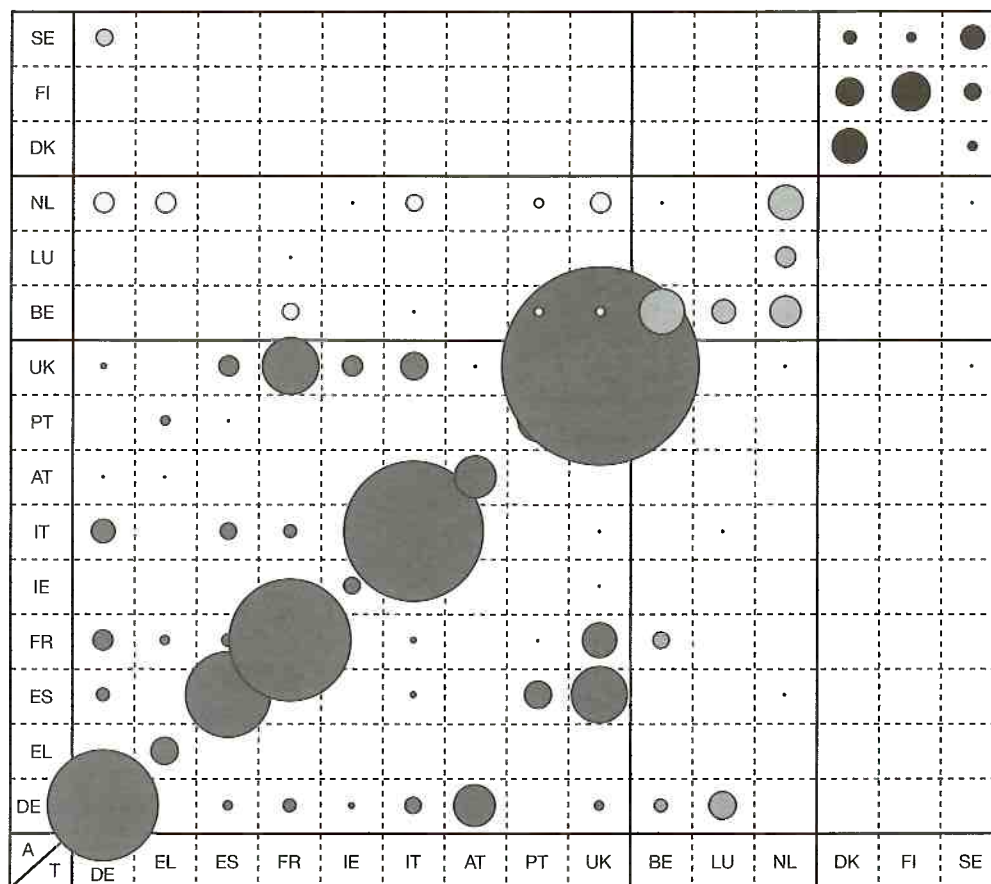
### **3.1. La importancia de la reestructuración interna de la UE en el escenario global**

Cabe señalar que el valor total de las operaciones internas de la UE de los 25 (nacionales y transfronterizas por igual) no es significativamente menor que sus homólogas estadounidenses (500.000 millones de euros frente a 580.000 millones de euros). En otras palabras, la intensidad de la reestructuración no ha sido inferior en la UE de los 25 desde 1999, incluso a pesar de que la adopción de la Ley Gramm-Leach-Bliley en 1999 provocase una oleada de consolidaciones nacionales en EE.UU. En términos relativos, es decir, si se tuviesen en cuenta los tamaños de los mercados, esto implica que la intensidad de la reestructuración en la UE de los 25 es, probablemente, incluso superior.

Sin contar con las transacciones nacionales, la actividad interna en la UE de los 25 (es decir, las fusiones y adquisiciones que se producen entre sociedades de la UE con sede en distintos Estados Miembros) es mucho más intensa que en cualquier otra área geográfica. En otras palabras, puede verse el impacto del Mercado Interno en las tendencias de consolidación. Entre 1999 y 2004, las operaciones transfronterizas dentro de la UE de los 25 alcanzaron los 109.000 millones de euros, contabili-

GRÁFICO 4

VALOR TOTAL DE LAS OPERACIONES INTERNAS DE LA UE DE LOS 15 ENTRE 1999 Y 2004  
(DATOS NUMÉRICOS AL FINAL DEL APARTADO)



Las filas corresponden a la localización del adquiriente y las columnas a la del adquirido.

El tamaño de las burbujas es proporcional al valor total de las transacciones entre 1999 y 2004.

La burbuja más grande (UK/UK) corresponde al valor total de la operación de 143,6 mil millones de euros.

Nota: En éste y el resto de los cuadros, la traducción de la referencia abreviada a los países es como sigue: BE, Bélgica; CZ, República Checa; DK, Dinamarca; DE, Alemania; EE, Estonia; GR, Grecia; ES, España; FR, Francia; IE, Irlanda; IT, Italia; CY, Chipre; LV, Letonia; LT, Lituania; LU, Luxemburgo; HU, Hungría; MT, Malta; NL, Holanda; AT, Austria; PL, Polonia; PT, Portugal; SI, Eslovenia; SK, Eslovaquia; FI, Finlandia; SE, Suecia; UK, Reino Unido; BG, Bulgaria; RO, Rumania.  
Fuente: Bureau van Dijk, base de datos Zephyr.

zando casi un 30 por 100 del total de transacciones transfronterizas mundiales (siendo las adquisiciones europeas en Norteamérica casi otro 20 por 100 del total de operaciones transfronterizas mundiales). Esto demuestra que, aunque no se puede comparar del todo con el proceso de consolidación nacional, la consolidación transfronteriza interna de la UE es más intensa que la mundial, lo que no se puede atribuir de forma exclusiva a las tendencias de globalización.

### 3.2. Agrupaciones regionales dentro de la UE de los 15

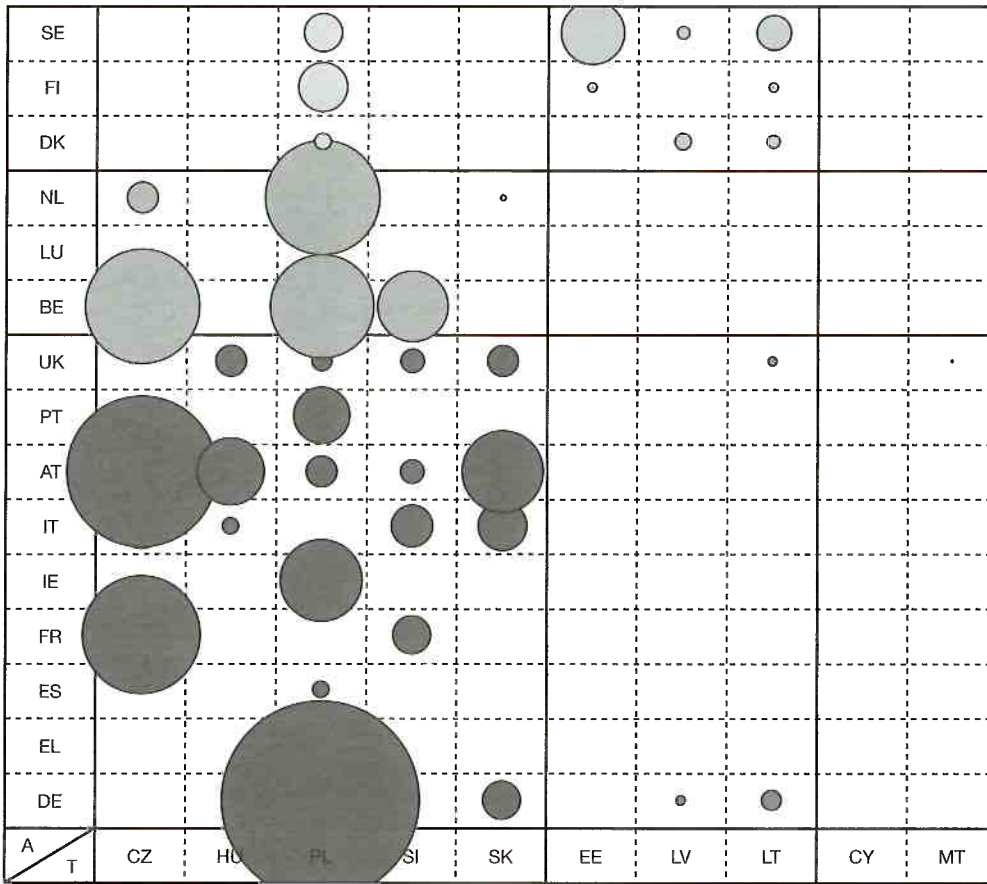
En el escenario europeo, a escala regional, prevalece la consolidación nacional, según se ha dejado claro en los apartados anteriores (véase gráfico 4). Sin embargo, se pueden distinguir algunas conexiones entre las regiones geográficas, principalmente tratándose de ciertas áreas físicamente cercanas (Benelux y los países nórdicos<sup>9</sup>). En efecto, estas dos «agrupaciones regionales» destacan claramente por la magnitud de los movimientos bilaterales entre los países que se incluyen en el grupo, sobre todo los países nórdicos, en los que las operaciones regionales interiores representan el 90 por 100 de las operaciones en las que interviene al menos una entidad nórdica. Este coeficiente es de aproximadamente el 69 por 100 en el caso de la región del Benelux.

Aparte de estos agrupamientos, no aparecen tendencias reales a escala de países dentro de la UE de los 15. Los movimientos transfronterizos internos de la UE de los 15 parecen ser en su mayor parte unilaterales, y motivados por unas pocas grandes operaciones excepcionales, en lugar de a través de una serie de fusiones y adquisiciones parecidas desde el punto

<sup>9</sup> Benelux: Bélgica, Holanda y Luxemburgo; los países nórdicos: Dinamarca, Suecia y Finlandia.

GRÁFICO 5

VALOR TOTAL DE LAS OPERACIONES DE LA UE DE LOS 15 A LOS 10 NEM (NUEVOS ESTADOS MIEMBROS) ENTRE 1999 Y 2004 (DATOS NUMÉRICOS AL FINAL DEL APARTADO)



La burbuja más grande (DE/PL) corresponde a un valor total de operaciones de 3,2 miles de millones de euros

Fuente: Bureau van Dijk, base de datos Zephyr.

de vista geográfico. Por ejemplo, el movimiento de UK a FR se puede explicar por la adquisición de CCF por parte de HSBC (por un valor de 11,2 miles de millones de euros), el de ES a UK, por la adquisición de Abbey por parte de SCH (12,1 miles de millones de euros) y el de DE a AT por la adquisición de BA-CA por parte de Vereinsbank (7,8 miles de millones de euros).

### 3.3. Grandes inyecciones de capital dirigidas hacia los nuevos Estados Miembros

Aun cuando los movimientos internos de la UE de los 15 contabilizan la mayoría de los movimientos internos de la UE de los 25, se debe tener en consideración el tamaño relativo de los mercados y las instituciones en las diferentes áreas. Dejando claro este punto, las grandes inyecciones de capital dirigidas hacia los nuevos Estados Miembros son muy importantes (véase gráfico 5). Por supuesto, es preciso tener siempre en cuenta las circunstancias especiales que pueden haber desencadenado estos movimientos (por ejemplo, el período previo a la entrada de pleno derecho en la UE o los procesos de privatización).

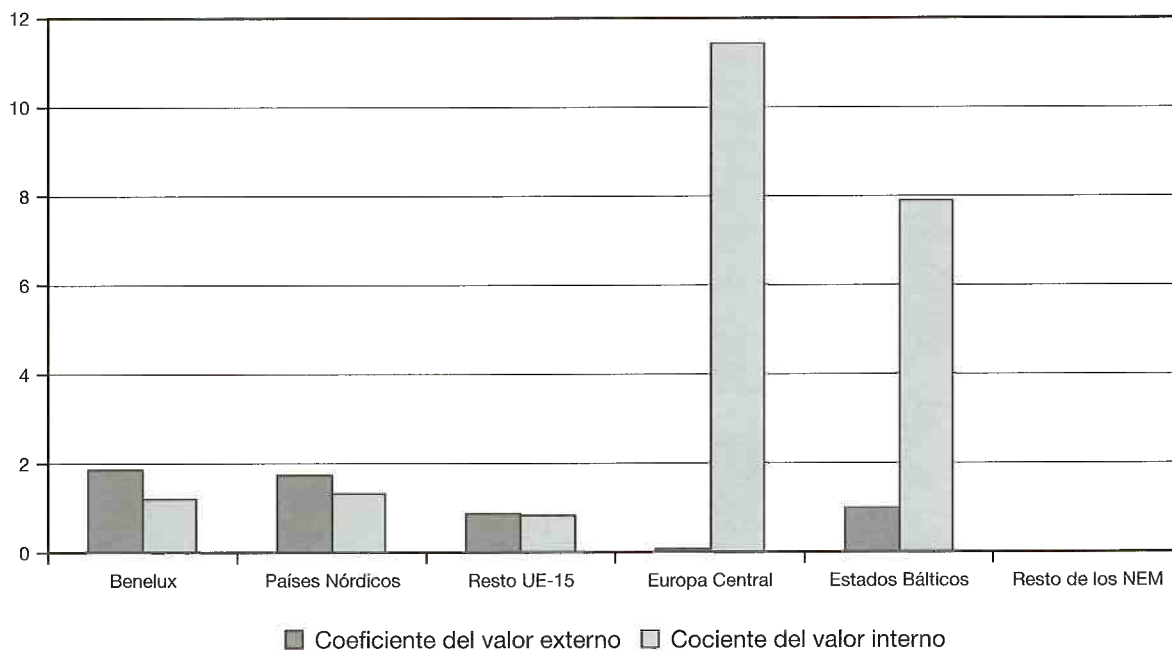
Según estos movimientos, los países se pueden agrupar en 3 categorías. En primer lugar, los países cuyas instituciones poseen una estrategia dirigida hacia una región específica. Este es el caso de BE/NL, AT y, hasta cierto punto, UK e IT, con Europa Central<sup>10</sup>. Esto mismo se aplica a SE y DK con los estados bálticos<sup>11</sup>. En segundo lugar, algunos países sirven de sede a las instituciones que adoptan un modelo más específico, con adquisiciones en solo uno o dos países. Este es el caso de DE con PL/SK, FR con CZ/SI, IE con PL y PT con PL. Por último, las instituciones de un par de países (ES, EL) están muy poco comprometidas en fusiones transfronterizas con los nuevos Estados Miembros.

<sup>10</sup> República checa, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

<sup>11</sup> Estonia, Latvia, Lituania.

GRÁFICO 6

**COEFICIENTE DEL VALOR DE LAS OPERACIONES INTERNAS DE LA UE ENTRE 1999 Y 2004, DIRIGIDAS HACIA Y PROCEDENTES DE UNA REGIÓN DE LA UE, EN RELACIÓN A LOS ACTIVOS BANCARIOS NACIONALES (NORMALIZADO A 1 PARA EL CONJUNTO DE LOS 25)**



Fuente: Bureau van Dijk, base de datos Zephyr.

Dentro de la UE de los 15, los flujos intraregionales parecen ser atribuibles en principio a la proximidad geográfica. Aunque ésta puede explicar también la entrada nórdica en los estados bálticos, no se puede aplicar por completo a los Estados Miembros de la Europa Central. Por ejemplo, los países del Benelux contabilizan aproximadamente el 25 por 100 de las adquisiciones de esos Estados Miembros. La explicación puede ser la relativa madurez y concentración de los mercados del Benelux, que inducen a las instituciones a tener en cuenta nuevas oportunidades comerciales en áreas con un gran potencial de crecimiento.

Por último, en términos relativos, (es decir, teniendo en cuenta el tamaño relativo de cada sector financiero nacional) queda claro que el proceso de reestructuración ha sido especialmente intenso en los nuevos Estados Miembros, en los que la actividad de fusión y adquisición ha supuesto una importante proporción del sector financiero local. Si se utiliza el total de activos bancarios como punto de referencia para calcular las dimensiones del sector financiero, puede verse que las adquisiciones han sido de 8 a 11 veces más intensas en los nuevos Estados Miembros (excluyendo a Malta y Chipre) que en los países de la UE de los 15 (véase gráfico 6).

Para concluir, puede afirmarse, en términos generales, que la consolidación del sector financiero de la UE se encuentra menos avanzada que en otros sectores. La consolidación está bien encaminada en el negocio de valores y actividades posteriores. También comienzan a aparecer algunas agrupaciones regionales y se pueden observar grandes entradas de capital dirigidas a los nuevos Estados Miembros. Sin embargo, la proporción global de operaciones transfronterizas sigue siendo bastante inferior a la dimensión media de las operaciones nacionales. La reestructuración transfronteriza, por tanto, no interviene cuando puede conducir a la creación de auténticas instituciones paneuropeas.

## DATOS NUMÉRICOS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES INTERNAS DE LA UE

### VALOR TOTAL DE LAS OPERACIONES DENTRO DE LA UE DE LOS 15 ENTRE 1999 Y 2004, EN MILES DE MILLONES DE EUROS (GRÁFICO 4)

SE	1,6												0,8	0,6	2,6
FI													3,3	6,5	1,7
DK													4,8		0,5
NL	2,2	1,8			0,2	1,6		0,5	2,0	0,2		4,9			0,1
LU				0,1								2,1			
BE				1,3		0,2		0,5	0,4	8,6	2,6	3,9			
UK	0,3		2,0	12,5	1,9	3,4	0,1	0,2	143,6			0,0			0,2
PT		0,5	0,1					7,8							
AT	0,1	0,1						7,4							
IT	2,4		1,2	0,9		70,8			0,1		0,1				
IE					1,7				0,1						
FR	2,0	0,5	1,1	56,0		0,4		0,1	5,2	1,7					
ES	1,1		28,3	0,8		0,3		3,6	12,1			0,1			
EL		3,1													
DE	44,4		0,5	0,9	0,3	1,3	7,8		0,6	0,9	3,4				
A T	DE	EL	ES	FR	IE	IT	AT	PT	UK	BE	LU	NL	DK	FI	SE

Las filas corresponden a la localización del comprador, y las columnas a la localización del objetivo

Por ejemplo, las adquisiciones de firmas británicas en FR contabilizaron 12,5 miles de millones de euros entre 1999 y 2004

### VALOR TOTAL DE LAS OPERACIONES REALIZADAS DESDE LOS PAÍSES DE LA UE DE LOS 15 HACIA LOS 10 NEM ENTRE 1999 Y 2004, EN MILES DE MILLONES DE EUROS (GRÁFICO 5)

SE				0,14				0,34	0,02	0,10					
FI				0,22				0,02		0,01					
DK				0,03					0,04	0,03					
NL	0,09			1,06				0,00							
LU															
BE	1,10			0,92	0,44										
UK			0,10	0,04	0,06	0,10				0,02				0,00	
PT				0,27											
AT	1,86	0,39	0,08	0,05	0,56										
IT	0,20	0,03		0,15	0,23										
IE				0,59											
FR	1,19				0,14										
ES				0,03											
EL															
DE				3,21				0,14		0,01	0,05				
A T	CZ	HU	PL	SI	SK	EE	LV	LT	CY	MT					



## SEGUNDA PARTE

### OBSTÁCULOS A LA CONSOLIDACIÓN TRANSFRONTERIZA IDENTIFICADOS POR LOS PARTICIPANTES EN EL MERCADO

La primera parte de este documento demuestra que no sólo existe un grado muy bajo de consolidación transfronteriza en el sector financiero (salvo en las agrupaciones regionales y hacia los nuevos Estados Miembros), sino que también existen diferencias estructurales entre la consolidación nacional y la transfronteriza. Además, también pueden observarse disparidades entre las diferentes áreas geográficas.

Desde un punto de vista político, es fundamental comprender si se puede dar una explicación a estos hechos a través de unos factores específicos, para orientar las futuras acciones políticas que pudieran eliminar los posibles obstáculos, mejorando el funcionamiento del sector financiero o solucionando los vacíos legales. No es tarea fácil, teniendo en cuenta los numerosos factores legales, económicos y de comportamiento a considerar. Sin embargo, los participantes en el mercado experimentan estos asuntos a diario, por lo que se encuentran en mejor posición para detectar aquellos obstáculos que les pueden limitar a la hora de explotar todas las oportunidades de un mercado europeo integrado para los servicios financieros.

Por este motivo, la Comisión Europea lanzó una encuesta pública dirigida a los participantes en el mercado, preguntándoles acerca de las barreras a la consolidación transfronteriza que ellos considerasen las más importantes o problemáticas. También se recibieron muchas respuestas desde los órganos de representación para el sector financiero y otras instituciones. Estas últimas también se incluyeron en el análisis. La metodología del estudio se explica a continuación.

#### 1. EL ESTUDIO Y LA METODOLOGÍA EMPLEADOS PARA VALORAR LA IMPORTANCIA DE LOS OBSTÁCULOS

Entre el 18 de abril de 2005 y el 15 de junio de 2005, La Comisión Europea dirigió un estudio abierto entre las partes implicadas acerca del motivo por el que la consolidación transfronteriza está tan limitada dentro del sector financiero. En este apartado se explica la metodología utilizada para elaborar el cuestionario del estudio y el análisis posterior de las respuestas recibidas.

##### 1.1. El cuestionario

Para garantizar un máximo de respuestas de una muestra representativa del sector financiero europeo, se diseñó un simple cuestionario estructurado online. Se les pedía a los participantes que identificasen, dentro de una lista estructurada y pre-establecida de posibles obstáculos, aquellos que, bajo su punto de vista, constituyeran los mayores impedimentos a la consolidación transfronteriza en el sector financiero europeo (debe tenerse en cuenta que los participantes tenían la posibilidad de añadir obstáculos que no estuviesen en la lista inicial).

Se explicaba y detallaba en un documento previo (que se encuentra a disposición del público<sup>12</sup>) la lista de obstáculos citados en el cuestionario *online*. Esta lista se obtuvo partiendo de la investigación basada en la bibliografía económica actual, así como de aportaciones previas a las consultas públicas realizadas por la Comisión (especialmente referentes a la estrategia posterior al Plan de Acción de los Servicios Financieros) y estudios sobre la posición del sector. El contacto directo con los grandes accionistas y las partes implicadas contribuyó a perfeccionarlo. Para facilitar el análisis, se estructuró la lista según la naturaleza de los obstáculos (legal, fiscal, supervisora, económica, de actitud) y sus consecuencias (aumento del riesgo de ejecución, gastos excepcionales adicionales, gastos corrientes adicionales).

Se divulgó la encuesta a través de un comunicado de prensa de la Comisión<sup>13</sup>, una página dedicada a ello en el sitio Web de la Dirección General del Mercado Interno y Servicios, y por medio de correo directo a las principales federaciones del sector y numerosos participantes que habían expresado su interés por el asunto.

Cuando se dio por concluido el sondeo, se habían contabilizado 363 respuestas, de las cuales, 326 fueron de instituciones financieras, 24 de órganos representativos del sector financiero y 13 de diversas organizaciones (autoridades nacionales, empresas consultoras, universidades, etc.). Una abrumadora mayoría de instituciones financieras que respondieron eran de tipo bancario. Es preciso señalar, sin embargo, que algunas de ellas llevaban a cabo actividades significativas en otros segmentos del mercado (por ejemplo, los seguros de vida) y que algunas de las compañías de seguros más importantes de Europa también participaron en el sondeo. Por lo tanto, los resultados de éste no sólo representan la opinión del sector bancario. Unos 15 de los encuestados añadieron detallados escritos a sus respuestas telemáticas. De ellos, el 95 por 100 valoraron de «acertada» la iniciativa de la encuesta; el 5 por 100 restante la consideraron «demasiado general» o «demasiado difícil de comprender».

<sup>12</sup> Se puede descargar este documento en la siguiente dirección: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/docs/cross-sector/mergers/consultation\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/docs/cross-sector/mergers/consultation_en.pdf).

<sup>13</sup> Comunicado de prensa de la Comisión Europea IP/05/444, de fecha 18 de abril de 2005.

## 1.2. Análisis: la metodología

Para analizar las respuestas recibidas, se debe distinguir entre respuestas de los participantes del mercado y otras respuestas (órganos representativos del sector financiero y otros).

En lo que respecta a las respuestas recibidas de los *participantes en el mercado*, es posible realizar un análisis cuantitativo, dado el número de respuestas recibidas y la relativa similitud de las características de los encuestados. Se ha de comprobar en primer lugar, no obstante, si la muestra es suficientemente representativa del sector financiero europeo y por tanto, exenta de posibles sesgos. En el Anexo A se presenta un desglose detallado de las características de los encuestados, en cifras absolutas de respuestas recibidas, aunque también en términos relativos, ponderados por el total de los activos de los participantes<sup>14</sup>.

En términos de representación geográfica, los tres principales mercados financieros (UK, DE, FR) suman el gran grueso de respuestas recibidas, ya sea en número (perteneciendo una gran mayoría de ellas a instituciones alemanas-DE) o en activos (con un reparto bastante equilibrado entre los tres países). También participaron en la encuesta un pequeño número de instituciones externas a la UE, aunque de gran envergadura. Se recibieron numerosas respuestas de ES, IT, AT y SE, aunque su porcentaje dentro de la muestras (en términos de cantidad o valor de los activos) es probablemente bajo en comparación con los tamaños reales de dichos mercados. Por último, también se recibieron respuestas de LU, PL y PT entre los países de la UE de los 15, y de CZ y HU en el grupo de los nuevos Estados Miembros. Por tanto, el desglose geográfico no es óptimo. Sin embargo, los países indicados corresponden a la localización de las sedes centrales de las respectivas compañías, y como muchas de las instituciones participantes llevan a cabo actividades en numerosos Estados Miembros, sus respuestas también engloban las realidades de esos mercados.

En términos de tamaño, la estructura corporativa y la experiencia anterior con las fusiones y adquisiciones transfronterizas, la muestra parece estar bastante diversificada, tanto en términos de cantidad numérica como de activos. Obviamente, en términos de cantidad numérica, las instituciones más reducidas parecen estar demasiado representadas, mientras que en cuestión de activos, son las más grandes las que más aparecen. Teniendo en cuenta esta diversidad de características de los participantes, que es representativa de la variedad del sector financiero europeo, parece ser más adecuado un análisis cuantitativo no global (lo que supone un análisis categoría por categoría) en vez de uno global (en que se añaden todas las respuestas, ponderadas según el valor total de los activos o no). Por tanto, para cada característica (tamaño, estructura corporativa, experiencia previa con fusiones y adquisiciones transfronterizas) se tienen en cuenta las respuestas de cada subgrupo para detectar las posibles tendencias o disparidades comunes.

En lo que respecta a la entrada de *órganos representativos del sector financiero y otras organizaciones*, es más difícil llevar a cabo un análisis puramente cuantitativo, teniendo en cuenta el número inferior de respuestas, así como la heterogeneidad de los participantes. Sin embargo, esas respuestas aportan un precioso valor informativo, que se puede utilizar para perfeccionar el modelo cuantitativo.

Por estas razones, el modelo elegido en el siguiente apartado trata de analizar en primer lugar de forma cuantitativa las respuestas de las instituciones financieras, de acuerdo con sus características (ya que algunos obstáculos pueden ser relevantes solo para algunas de ellas) y de perfeccionar este análisis cuantitativo con el valor cualitativo recibido de los órganos profesionales y otros participantes.

En el anexo puede encontrarse un desglose detallado de las respuestas recibidas.

## 2. RESPUESTAS RECIBIDAS

Casi todos los participantes han coincidido en señalar un obstáculo potencial. Más del 90 por 100 de ellos han señalado a los **costes fijos no coincidentes** como una posible barrera para comprometerse en empresas transfronterizas. En todas las categorías que se describen más adelante (en términos de tamaños, estructuras corporativas o experiencia previa en fusiones y adquisiciones) este obstáculo se sitúa en el tercer puesto por importancia señalada, cuando no en el primero. Este es también el punto de vista de más del 80 por 100 de los órganos representativos del sector financiero que han participado.

En palabras sencillas, lo que pone de relieve es el hecho de que cuando dos compañías se fusionan en una operación transfronteriza (o una adquiere a la otra), las sinergias de coste en la entidad combinada (derivadas por ejemplo de unos sistemas de tecnología de la información combinados o la organización comercial establecida) no son suficientes para compensar los costes de la fusión o adquisición y poder generar una rentabilidad suficiente a partir de la inversión. De forma parecida, las

<sup>14</sup> El valor total de los activos a finales de 2003 (fuente: Bureau van Dijk, base de datos Bankscope). En cuanto a los conglomerados diversificados, sólo se tuvo en cuenta el total de activos de las actividades del sector financiero.

sinergias de coste que acarrea una transacción transfronteriza son significativamente menores que las de una operación nacional, lo que añade a esta última un mayor atractivo. El potencial de las sinergias de coste es un conductor esencial, sobre todo en un sector como el de los servicios financieros en los que la proporción de los costes fijos ha crecido rápidamente como consecuencia de los profundos cambios en la economía empresarial<sup>15</sup>.

Existen muchos factores que hay que tener en cuenta cuando se intenta explicar esta ausencia de sinergias de coste.

## 2.1. Según el tamaño de las instituciones (en términos de activos)

Se distingue en principio entre instituciones muy grandes (activos por encima de los 100.000 millones de euros), grandes (activos entre 1.000 millones y 100.000 millones de euros), medianas (activos entre 100 millones y 1.000 millones de euros) y pequeñas (activos inferiores a los 100.000 millones de euros).

Entre las instituciones más grandes, los obstáculos que se relacionan con las consecuencias de los requisitos de supervisión para las actividades transfronterizas se sitúan en el primer lugar como explicación lógica a la ausencia de sinergias de coste. Por ejemplo, la limitación de los múltiples requisitos de información se sitúa en el segundo puesto, por detrás del asunto del sobrearqueo y los costes fijos no coincidentes. Este aspecto se sitúa también en las primeras posiciones en el caso de las instituciones más pequeñas (por ejemplo, todas las instituciones con activos inferiores a los 100.000 millones de euros lo mencionaban), pero solo las más grandes mencionaban también la disparidad de las prácticas de supervisión y la complejidad de los procesos de aprobación supervisora como un obstáculo importante para las transacciones transfronterizas (por ejemplo, la heterogeneidad de las prácticas supervisoras se sitúa en el cuarto puesto en el caso de las instituciones cuyos activos superan los 100.000 millones de euros). No sorprende, ya que la mayoría de estas instituciones tan grandes poseen negocios más allá de sus fronteras y, por tanto, ya les resulta familiar la supervisión del negocio transfronterizo.

La percepción negativa que tienen los empleados y consumidores de las entidades extranjeras la mencionan la mayoría de las Pymes, aunque no se sitúa en un puesto muy destacado considerando las respuestas de las más grandes (especialmente en lo que respecta a la percepción del consumidor).

Las instituciones más pequeñas identifican en un primer lugar los obstáculos relacionados con el producto, especialmente las diferencias en cuanto a consideración fiscal (ya sea discriminatoria o resultante de alguna cuestión fiscal nacional específica). Por ejemplo, un banco que compra a otro banco de otro Estado Miembro tendrá que ofrecer programas de ahorro local porque ambos se van a beneficiar de las ventajas fiscales aplicables. A causa de estas diferencias, puede ser difícil que compañías transfronterizas vendan productos parecidos o equiparables en distintos países y diseñen sus funciones comerciales en función de su cualidad de transfronterizas. También se contempla como un impedimento la incertidumbre en torno al régimen de tributación del IVA aplicable en otros Estados Miembros. De forma más generalizada, las pequeñas instituciones insisten en las diferencias en cuanto a la combinación de productos entre los distintos países, que limitan el alcance de las sinergias de coste transfronterizas. Como ya se ha explicado anteriormente, estas diferencias se pueden explicar en parte a causa de las diferencias en torno al régimen fiscal. Algunos factores mucho más arraigados, como la historia (que los consumidores estén acostumbrados a determinados productos) o la cultura (determinadas consideraciones lingüísticas) pueden intervenir en algunas ocasiones. Los resultados del sondeo también apuntan a factores de naturaleza legal, como las leyes de protección del consumidor contradictorias o las diferencias existentes en el derecho privado.

## 2.2. Según la estructura corporativa de las instituciones

Ahora se distinguen las respuestas que emanan de las compañías de capital ordinario en acciones, instituciones cooperativas e instituciones de ahorro (incluyendo las entidades relacionadas que no puedan ser consideradas en el sentido estricto de la palabra como instituciones de ahorro).

Entre las primeras, se identifican claramente dos grupos de obstáculos. El primero de ellos, se incluyen a los relacionados con el entorno global de una transacción transfronteriza, según se menciona en la encuesta. Es la injerencia política en el desarrollo de la operación, el posible mal uso de los poderes de supervisión para disuadir o bloquear una operación, los procesos opacos de toma de decisiones en las posibles compañías objetivo de la adquisición y la existencia de mecanismos de defensa o incluso los límites o controles sobre la participación extranjera, todos los cuales, si no llegan simplemente a bloquear la transacción transfronteriza, sí que pueden llegar a incrementar los riesgos de ejecución derivados de la misma. La libertad de los directivos de combinar sus negocios transfronterizos posteriores a la fusión puede verse también limitada por los impedimentos al control eficaz o las concesiones políticas impuestas para cerrar la operación.

<sup>15</sup> Por ejemplo, en un estudio se calcula que, en la banca, la proporción de costes fijos ha subido del 10 al 15 por 100 de los años 1990 hasta alcanzar el 25 o el 30 por 100 en la actualidad (fuente: Morgan Stanley/Mercer Oliver Wyman, *European Banking Consolidation*, febrero 05).

Un segundo grupo de obstáculos identificados por las instituciones de capital ordinario en acciones incluye los obstáculos que impiden a las compañías diseñar y reorganizar sus funciones comerciales en función de sus características transfronterizas. El más citado en esta categoría es la **legislación laboral**. A continuación vienen las **estructuras jurídicas** de las compañías (que pueden llegar a imposibilitar que se realice una fusión o adquisición eficaz) y los posibles riesgos derivados de la doble tributación resultante de los **impuestos de salida sobre las ganancias de capital** al transferir las actividades de un Estado Miembro a otro. En relación al **IVA aplicable entre grupos** en el sector de los servicios financieros (donde el IVA no es del todo reembolsable, en contraste con otros sectores) se encuentra también entre los obstáculos que se mencionan con más frecuencia.

Las respuestas de las instituciones cooperativas y de ahorro son bastante homogéneas, y se centran principalmente en los obstáculos referentes a los productos y la generación de informes que ya se mencionaban anteriormente. Una diferencia que llama la atención con las instituciones de capital ordinario en acciones es que casi el 90 por 100 de las instituciones cooperativas y de ahorro mencionan la **reticencia de los empleados** (frente al 10 por 100 que presentaban las compañías de capital ordinario en acciones). El asunto de la **desconfianza del consumidor** se sitúa también muy por encima de las instituciones cooperativas (más del 70 por 100), algo que podría explicarse en parte por las estructuras especiales de estas compañías, que pertenecen principalmente al consumidor.

Por último, casi todas las instituciones de ahorro que participaron en la encuesta identifican como un obstáculo la **tributación de los dividendos**.

### **2.3. Según la experiencia anterior con fusiones y adquisiciones de carácter transfronterizo**

La última distinción que se realiza es entre los encuestados que han indicado que ya habían experimentado anteriormente fusiones y adquisiciones transfronterizas, compañías que indicaron haber intentado llevar a cabo una transacción de estas características pero se vieron bloqueadas por determinados obstáculos, y compañías que indicaron no tener experiencias previas en este terreno.

Al comparar estas instituciones que ya contaban con alguna experiencia previa en fusiones y adquisiciones transfronterizas (ya fueran «positivas», es decir, completadas, o «negativas» o no materializadas por haber surgido algún obstáculo en cualquier fase del proceso), con las que no tenían ninguna experiencia de estas características, los riesgos de ejecución son los que aparecen con mayor frecuencia, especialmente los relacionados con una injerencia inadecuada en el proceso de transacción, que puede bloquear u obstaculizar a los participantes en el mercado en el momento de llevar a cabo sus decisiones comerciales.

Por ejemplo, se mencionan los siguientes aspectos con más frecuencia entre las compañías que tienen una experiencia positiva en fusiones y adquisiciones transfronterizas: la **injerencia política** (casi el 30 por 100), el **uso incorrecto de los poderes de supervisión** (casi el 20 por 100), o las **limitaciones o controles sobre la participación extranjera** (casi el 20 por 100). De forma parecida, la injerencia política se sitúa en la cuarta posición entre las compañías que se han visto bloqueadas durante el proceso de la operación. También merece la pena señalar la **reticencia de los empleados**, que se sitúa en tercera posición entre las compañías que han experimentado estas operaciones, lo que puede reflejar las dificultades que se han experimentado en la reorganización posterior a la fusión.

Estos resultados eran previsibles. En efecto, la decisión de fusión o adquisición se toma en primera instancia por razones estratégicas y económicas. Cuando la compañía ha decidido que hay razones para lanzar la operación, es cuando se materializan los riesgos de ejecución. Por el contrario, si una compañía considera que no las hay, los riesgos de ejecución no entrarán en juego, y no se consideraran un obstáculo para llevar a cabo la transacción.

Puede observarse esto a través de las respuestas que emanan de las compañías sin ninguna experiencia previa con fusiones y adquisiciones transfronterizas. Los obstáculos identificados guardan relación exclusivamente con la economía de una posible transacción, es decir, los **costes fijos no coincidentes** se deben esencialmente a las **diferencias existentes en la combinación de productos** y los **múltiples requisitos informativos**, o en primera instancia, a la **reticencia de consumidores y empleados**. Todos los riesgos de ejecución que se identifican en las dos otras categorías casi nunca se mencionan aquí.

### **2.4. De los organismos de representación de los sectores financieros y otros encuestados**

Según se ha explicado anteriormente, teniendo en cuenta la heterogeneidad de los encuestados en el sondeo y que no fuesen solamente instituciones financieras, es más difícil llevar a cabo un análisis puramente cuantitativo. Además, algunas federaciones profesionales prefirieron enviar detallados impresos por escrito, en los que se analizaban algunos aspectos específicos. Por lo tanto, el análisis de las respuestas de los órganos de representación y otros encuestados no pueden resumirse

en términos porcentuales. Sin embargo, estas respuestas refuerzan las contestaciones de las instituciones financieras o las complementan, y nos permiten perfeccionar el análisis con unos datos de naturaleza cualitativa.

Las respuestas de los órganos representativos para el sector financiero son coherentes con los datos de los participantes en el mercado, aunque las clasificaciones pueden, en algunos casos, ser ligeramente diferentes. El asunto de los **costes fijos no coincidentes** se identifica, sin ninguna duda, como el obstáculo número uno (con más del 80 por 100 de los órganos representativos que afirman que se trata de uno de los principales obstáculos), seguido muy de cerca por los **requisitos múltiples de generación de informes**. El asunto de la **tributación de los dividendos** se sitúa en un tercer lugar, junto con las **diferencias en la combinación de productos** y la **retención de los empleados**. Los otros obstáculos que se identifican entran dentro de las categorías anteriormente identificadas, es decir, impedimentos a la reorganización corporativa, diferencias en cuanto al tratamiento fiscal e injerencia en el proceso de la transacción.

Las respuestas de los encuestados que no eran órganos de representación del sector financiero se mantienen también en una estrecha coherencia con los datos de los participantes en los mercados. Un obstáculo que se sitúan en primeras posiciones es el **temor de los accionistas ante el riesgo de una quiebra**, que actúan como un posible elemento disuasorio. Es interesante destacar que los obstáculos de naturaleza económica como la **ausencia de tamaño crítico** o las **diferencias en los ciclos económicos**, también se mencionan.

### 3. SÍNTESIS

En la tabla 1 se ofrece un desglose más detallado de los obstáculos que se identifican como los más importantes. De la lista inicial presentada por los encuestados, solo se han tenido en cuenta los puntos que han contestado una cantidad nada desdeñable de encuestados (en otras palabras: en esta tabla se cubren el 90 por 100 de las respuestas). Se proporcionan tres niveles de intensidad, desde +++, que significa que el punto ha sido seleccionado con mucha frecuencia, hasta +, que indica que el punto ha sido seleccionado por un número insignificante de encuestados (la intensidad indicada también tiene en cuenta los datos cualitativos que emanan de los órganos representativos del sector financiero y de otros encuestados).

#### 3.1. Elementos que reducen el valor económico de las adquisiciones transfronterizas

El mensaje fundamental es que el obstáculo número uno es el bajo nivel de sinergias de coste fijo en las fusiones transfronterizas, cuando se las compara con las nacionales. Esto tiene como consecuencia una falta de valor económico importante en los procesos de fusiones y adquisiciones transfronterizas, especialmente cuando las oportunidades de crecimiento doméstico son (o estaban) disponibles.

La encuesta identifica tres factores explicativos en la falta de sinergias transfronterizas.

##### 3.1.1. Dificultades en la venta de los mismos productos en diferentes países

Los encuestados destacan las diferencias en la combinación de productos de un país a otro. Por esta razón, la rentabilidad de la producción posterior a la adquisición sigue siendo limitada y no ofrece suficientes sinergias de costes fijos, mientras que la proporción de costes fijos en los costes totales ha seguido subiendo significativamente a lo largo de los últimos años.

Estas diferencias se pueden explicar por medio de las divergencias que se producen en las leyes de protección al consumidor y también por las disparidades de hábitos de consumo existentes en los diferentes países. Sin embargo, las encuestas también subrayan la influencia de los regímenes de tributación que, favoreciendo determinados productos nacionales o discriminando productos extranjeros, limitan el potencial de un comprador localizado en otro país de la UE de rentabilizar su línea de productos a escala de grupo. Cabe destacar que estas explicaciones son esencialmente específicas en el sector financiero, teniendo en cuenta productos muy personalizados y regulados con un impacto fiscal potencialmente alto.

##### 3.1.2. Repercusiones de la supervisión en las instituciones transfronterizas

Otra razón aportada por los encuestados para explicar la ausencia de sinergias de costes fijos transfronterizos son los acuerdos de supervisión actuales para las actividades transfronterizas. A causa de los múltiples requisitos informativos de las diferentes autoridades nacionales, es más difícil para una compañía transfronteriza unificar algunas de sus operaciones de *back-office*. Por el contrario, dentro de un grupo doméstico, estas funciones pueden combinarse más fácilmente, lo que conduce a una estructura corporativa más rentable, una mejora de la eficiencia y la supervisión, y por tanto, un mayor potencial para efectuar mejoras en el negocio. Los encuestados apuntaron también a la existencia de divergencias en las prácticas super-

TABLA 1  
SÍNTESIS DE LAS RESPUESTAS A LA ENCUESTA POR INTERNET

	INTENSIDAD	ESPECIALMENTE RELEVANTE PARA:
<b>I. Elementos que reducen el valor económico de las adquisiciones transfronterizas .....</b>	<b>+++</b>	
30. Costes fijos no coincidentes* .....	+++	En general
<b>I.1. Dificultades en la venta de los mismos productos entre los distintos países .....</b>	<b>+++</b>	Las pequeñas instituciones
29. Diferentes combinaciones de productos .....	+++	
21. Tratamientos fiscales discriminatorios .....	+++	
20. Interrupciones fiscales nacionales específicas .....	+++	
15. Incertidumbre acerca del régimen del IVA .....	++	
11. Legislación contradictoria sobre protección al consumidor .....	++	
13. Diferencias en cuanto al derecho privado.....	+	
<b>I.2. Repercusiones de la supervisión de las instituciones transfronterizas.....</b>	<b>++</b>	Instituciones grandes y muy grandes
27. Múltiples requisitos de información .....	+++	
26. Divergencias en cuanto a las prácticas supervisoras .....	++	
25. Procesos de aprobación supervisoras.....	++	
<b>I.3. Impedimentos legales a la expansión y reorganización corporativa .....</b>	<b>++</b>	Grandes instituciones, con experiencia en fusiones y adquisiciones transfronterizas o que lo hayan intentado (salvo en el caso de la tributación de los dividendos, que se exige a todo tipo de instituciones)
22. Tributación sobre los dividendos .....	+++	
9. Legislación en materia de empleo.....	++	
3. Estructuras legales .....	++	
18. IVA entre grupos.....	+	
16. Impuesto de salida sobre las ganancias de capitales.....	+	
<b>II. Elementos que contribuyen a un entorno desfavorable/desalentador.....</b>	<b>++</b>	
35. Injerencia política .....	+++	Las compañías de capital en acciones, instituciones grandes y muy grandes, con experiencia en fusiones y adquisiciones transfronterizas o que lo hayan intentado
39. Concesiones políticas.....	+	
24. Mal uso de los poderes de supervisión.....	++	
4. Limitaciones o controles sobre las participaciones extranjeras .....	++	
2. Procesos opacos de toma de decisiones.....	+	
5. Mecanismos de defensa.....	+	
6. Impedimentos al control eficaz.....	+	
<b>III. Consecuencias de la percepción individual de las entidades extranjeras.....</b>	<b>++</b>	
36. Reticencia de los empleados.....	+++	Pequeñas instituciones, instituciones cooperativas y de ahorro
40. Desconfianza del consumidor en las entidades extranjeras .....	++	

\* NB: el número situado al lado de cada elemento corresponde a la numeración del documento base que sirvió como referencia en la encuesta *online*.

visoras, así como a posibles problemas que se producen en el proceso de transacción, a causa de los procesos de aprobación supervisoras actuales.

Aquí de nuevo, debe remarcarse que esos obstáculos son muy específicos del sector financiero, y que pueden existir algunas diferencias entre los segmentos individuales de mercado dependiendo del grado de supervisión prudencial de las actividades afectadas.

### 3.1.3. Impedimentos legales a la expansión y la reorganización corporativas

Una tercera razón identificada como explicativa de la ausencia de sinergias transfronterizas es que es muy difícil reorganizar las operaciones comerciales a escala transfronteriza de la misma forma que se haría si fuese un grupo nacional. Por ejemplo, los diferentes modelos fiscales para los dividendos o los impuestos de salida sobre las ganancias de capital pueden dificultar la reorganización eficaz de las funciones de la casa matriz. Estos aspectos no son específicos del sector financiero, sino que se añaden a otros factores específicos que reducen el atractivo económico de una operación transfronteriza.

Entre los obstáculos que se interponen en el sector financiero, se puede encontrar el problema del IVA entre grupos, a causa de su no recuperabilidad parcial, y también a las diferencias en las estructuras legales de las compañías que son a veces más restrictivas en el sector financiero que en otros sectores económicos.

### **3.2. Elementos que contribuyen a un entorno desfavorable o desalentador**

El segundo aspecto más importante es el entorno desfavorable a las transacciones transfronterizas, que puede disuadir a los participantes en el mercado de lanzar una oferta más allá de sus fronteras o bloquearla después de haberla lanzado. Equivale a decir que, entre estas compañías que han completado o intentado llevar a cabo una adquisición o fusión transfronteriza, dichos obstáculos se sitúan en primera posición.

Es difícil caracterizar estos obstáculos exactamente, ya que pueden adquirir diversas formas, desde medidas legales que obstaculizan o impiden las adquisiciones a la injerencia política directa en el proceso de la transacción, la injerencia indirecta influye en los diferentes niveles de la toma de decisiones, o abuso de las disposiciones que de otra forma serían disposiciones legales legítimas o poderes discrecionales.

Aun cuando la experiencia del pasado ha demostrado que dichos elementos no se limitaban estrictamente al sector financiero, los datos parecen demostrar que el sector financiero suele ser considerado como sector estratégico, y por tanto, es más proclive a sufrir injerencias en sus decisiones comerciales.

### **3.3. Consecuencias de la percepción individual de las entidades extranjeras de la UE**

Un último elemento identificado en la encuesta es la percepción negativa general de una adquisición o fusión que implica la existencia de una compañía compradora de otro Estado Miembro. Los encuestados en el estudio apuntaron notablemente la hostilidad de los empleados hacia la adquisición transfronteriza, que puede llegar a disuadir al posible comprador que tendrá que manejar a estos empleados si se lleva a cabo esta fusión. Un encuestado también subrayó la función desempeñada por el cuerpo directivo de la institución objetivo, cuya percepción de la transacción también juega un papel significativo.

También fue puesto de relieve la importancia de la percepción del consumidor. Teniendo en cuenta la relación especial existente entre el proveedor de servicios financieros y sus clientes (donde la confianza es un factor fundamental para el criterio del consumidor, puede que incluso más que en otros sectores), una institución que se identifica como «extranjera» puede presentar alguna desventaja sobre sus competidores locales si los consumidores realmente le dan importancia a la nacionalidad del proveedor. En el caso de una fusión o adquisición, dicho comportamiento podría hacer disminuir el valor de la adquisición, ya sea porque la sustitución de una marca local por una marca de grupo es percibida de forma negativa por el consumidor, o porque la continuidad de las diferentes marcas dentro del mismo grupo limita las sinergias de coste.

## TERCERA PARTE

### ASPECTOS DE ACTUALIDAD

En los dos apartados anteriores, se ha demostrado que el proceso de consolidación transfronteriza en el sector financiero de la UE no es probablemente lo que cabría esperar de un Mercado Interno que hubiese funcionado a la perfección. Las transacciones transfronterizas no solo son menos frecuentes en el sector financiero que en otros sectores, sino que también difieren en cuanto a la naturaleza de las operaciones domésticas. Estos hechos no parecen derivarse de las características específicas del sector de los servicios financieros. Por el contrario, los participantes en el mercado apuntan claramente a un número de obstáculos concretos, que suelen ser específicos del sector financiero.

En este punto, se ponen de relieve dichos obstáculos identificados para analizar los aspectos fundamentales que ellos suscitan. El propósito que se persigue en este apartado no es proponer ninguna orientación política, sino iniciar las discusiones que deberían producirse en el escenario político sobre lo que se debería o podría hacer (y no se hace) para mejorar el funcionamiento del Mercado Interno en lo que respecta a los servicios financieros, según encomiendan los ministros de Finanzas.

Se examinarán a continuación los tres grupos de obstáculos identificados por los participantes en el mercado.

#### 1. ELEMENTOS QUE HACEN DISMINUIR EL VALOR ECONÓMICO DE LAS ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS

Las fusiones y adquisiciones transfronterizas poseen unas características distintivas que las diferencian de las transacciones nacionales. En términos medios, el incentivo económico de una fusión o adquisición transfronterizas parece menor. Una transacción individual se explica más bien por la necesidad de expandirse de un mercado ya maduro (como el Benelux o los países nórdicos), por las oportunidades existentes en áreas de elevado crecimiento, como es el caso de los nuevos Estados Miembros, o por oportunidades puntuales, que a través de la existencia de una tendencia continuada de racionalización dirigida a mejorar la eficacia a través de economías de escala, según se observa a escala nacional.

Casi de forma unánime, los participantes en el mercado que participaron en la encuesta lo atribuyen a la *falta de sinergias de costes fijos*. Las economías transfronterizas de escala poseen una apariencia menos importante que las de escala doméstica. Por tanto, el caso económico de una fusión o adquisición transfronterizas es menos atractivo, y no se compara con el de una transacción nacional. Muchos factores entran en juego. Sin embargo, en el apartado anterior se demostró que las razones para que se produzca esta ausencia de sinergias de coste fijo se pueden clasificar en 3 grupos, que se analizan a continuación.

##### 1.1. Repercusiones de la supervisión de las instituciones transfronterizas

En consultas previas a las partes implicadas, la industria ha subrayado en numerosas ocasiones que los acuerdos actuales de supervisión no son probablemente los más rentables para las instituciones transfronterizas. Dichas compañías se ven enfrentadas muchas veces a un gran número de diferentes supervisores, con sus prácticas y requisitos distintos (si no contradictorios). También sucede aquí, donde los participantes en el mercado contemplan estas ineficiencias como un coste adicional cuando comparan la expansión transfronteriza con la nacional. El mensaje es especialmente claro para aquellas grandes instituciones transfronterizas que han participado en la encuesta, que ya experimentan estos acuerdos de supervisión en su actividad diaria.

##### *Aspectos a escala de la UE*

• *Mejorar las estructuras de supervisión* fue uno de los aspectos que se señaló como puntos críticos para el trabajo del Libro Verde de la Comisión sobre política de servicios financieros entre 2005 y 2010. Existe un creciente debate a escala europea en torno a las necesidades que habría que atender y la forma de hacerlo, por ejemplo, en el Consejo Europeo<sup>16</sup> y el Parlamento Europeo<sup>17</sup>. En lo que respecta a los mercados financieros minoristas, éstos aparecen en el Libro Verde de la Comisión sobre Política de Servicios Financieros 2005-2010<sup>18</sup> como una de las áreas de la política en que las iniciativas pueden aportar beneficios a la economía europea.

<sup>16</sup> Informe del Subgrupo de Supervisión del Comité de Servicios Financieros, por consideración de los ministros de Finanzas.

<sup>17</sup> Véase el informe del Parlamento Europeo sobre el estado actual de la integración de los mercados financieros de la UE (informe A6-0087/2005).

<sup>18</sup> Libro Verde sobre Política de Servicios Financieros 2005-2010, COM (2005) 177, que se puede descargar en: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/green\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/docs/actionplan/index/green_en.pdf)



- Un punto en concreto que especificaron los ministros de Finanzas durante el Consejo informal de Ecofin celebrado en Scheveningen, y también los participantes del mercado que intervinieron en la encuesta, es la organización actual de los *procesos de aprobación supervisora*. En el sector bancario, como respuesta a las instrucciones de los ministros de Finanzas, la Comisión ha estado trabajando, en colaboración con los representantes de los Estados Miembros en una puesta a punto de las disposiciones referentes (el artículo 16 de la Directiva Bancaria Codificada<sup>19</sup>). El objetivo es implementar un proceso mejorado, garantizando una mayor eficiencia y certidumbre jurídica. Para garantizar la coherencia entre los sectores, se está estudiando una posible revisión de las normas correspondientes de las Directivas sobre Seguros dentro del proyecto de Solvencia II<sup>20</sup>.

- La importancia de hacer converger las prácticas supervisoras, así como racionalizar los requisitos informativos ha sido un punto muy reconocido en estructura Lamfalussy, en el que los comités de supervisores nacionales (comités del «Nivel 3»-CEBS, CEIOPS, CESR) tienen la función de impulsar la *convergencia de las prácticas de supervisión*. En junio de 2003, un grupo dependiente de la Comisión estableció varias recomendaciones<sup>21</sup>, que ahora se están realizando con proyectos prácticos en el Nivel 3<sup>22</sup>.

#### *Aspectos a escala nacional*

- En el debate actual sobre estructuras eficientes de supervisión, se insiste poco sobre la necesidad de un nivel adecuado de intervención, es decir, a escala europea del asunto (si no global). Sin embargo, el apoyo *político* que prestan los legisladores de la UE, los Estados Miembros y las autoridades de supervisión nacional es fundamental si se persigue el objetivo de mejorar los acuerdos de supervisión para las instituciones financieras de la UE.

### **1.2. Impedimentos legales a la expansión y reorganización corporativas**

Una segunda razón que exponen los participantes en el mercado para explicar la falta de valor económico de la consolidación transfronteriza en el momento actual es la complejidad de la reorganización corporativa sobre una base paneuropea.

Algunos de estos obstáculos que impiden que las compañías transfronterizas rentabilicen su organización corporativa no son específicas del sector financiero (por ejemplo, la tributación de los dividendos, la legislación laboral, el impuesto de salida sobre las ganancias de capital). Pero algunas de ellas son específicas del sector financiero. Por ejemplo, en algunos Estados Miembros, entidades legales específicas no pueden ser adquiridas ni de hecho ni de derecho por compañías que poseen unas características organizativas y jurídicas diferentes. Desde algunas partes de la actividad económica se percibe que estas limitaciones les impiden desarrollar sus actividades y obtener pleno beneficio de las oportunidades comerciales, lo que a su vez, puede incrementar la eficiencia global del sector financiero de la UE dentro de la competencia internacional. Otro ejemplo específico del sector financiero es el IVA entre grupos. A causa de la no recuperabilidad parcial característica de este sector, la reorganización transfronteriza puede desembocar en nuevas responsabilidades para el IVA. Estos aspectos específicos se añaden a las dificultades generales de la reorganización corporativa eficiente, y así se reduce el potencial de las sinergias de coste transfronterizas.

Es interesante observar que pocas respuestas (por no decir ninguna), se referían a aspectos tales como la incertidumbre jurídica del proceso de fusión o a los sistemas contables, sobre los que se ha aplicado la legislación comunitaria reciente. Podría mencionarse, por ejemplo, el Estatuto de la Sociedad Europea, la Regulación IAS o la Directiva sobre Fusiones Transfronterizas recientemente adoptada. No se ha obtenido suficiente experiencia de algunas de estas nuevas leyes como para tener un veredicto final sobre su eficacia, sin embargo se debe observar que los participantes del mercado parecen considerar que los obstáculos inicialmente apuntados ya no son los más importantes.

#### *Aspectos a escala de la UE*

- Uno de los asuntos pendientes de particular relevancia a escala de la UE es el IVA entre grupos. Antiguamente, la Comisión intentó aplicar las disposiciones de la 6.ª Directiva sobre IVA (77/388/EEC) que trata de servicios financieros pero sin mucho éxito<sup>23</sup>.

<sup>19</sup> Véase la petición de asesoramiento técnico al CEBS, disponible en el sitio Web de la Comisión: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/docs/action-plan/index/green\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/docs/action-plan/index/green_en.pdf).

<sup>20</sup> En la segunda ronda de peticiones de asesoramiento sobre Solvencia II a CEIOPS se ha incluido una llamada específica sobre los criterios adecuados. El texto está disponible en: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/insurance/docs/market-2506-04/annexe2-2nd-wave\\_rev2\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/insurance/docs/market-2506-04/annexe2-2nd-wave_rev2_en.pdf).

<sup>21</sup> Para más información, véase el sitio Web de la Comisión: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/cross-sector/index\\_en.htm#reporting](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/cross-sector/index_en.htm#reporting).

<sup>22</sup> Por ejemplo, el CEBS anunció una serie de consultas sobre la convergencia de las prácticas supervisoras: <http://www.c-ebs.org/press/19012005.htm>.

<sup>23</sup> Para obtener más información, véase el Comunicado de la Comisión «Revisión y actualización de las prioridades de la estrategia sobre IVA», COM (2003) 614.

### *Aspectos a escala nacional*

- Éstos son aspectos esencialmente relacionados con la tributación de los productos, las estructuras legales específicas y la legislación en materia de empleo.

### **1.3. Dificultades para la venta de los mismos productos en los distintos países**

Una tercera razón que explica la falta de costes fijos compensatorios entre los países de la UE es el hecho de que una institución transfronteriza encuentre difícil vender los mismos productos en los distintos países. En otras palabras, la bien documentada ausencia de integración de los mercados financieros minoristas posee un impacto directo sobre el atractivo económico de las fusiones y adquisiciones transfronterizas.

Es cierto que un componente cultural local puede intervenir en la decisión de los consumidores y la composición de la combinación de productos. Por tanto, la consolidación transfronteriza se ha producido en primer lugar en áreas geográficamente cercanas, como son el Benelux y los países nórdicos, aunque la madurez de dichos mercados financieros ha jugado probablemente un papel decisivo en empujar a las compañías a buscar posibilidades de expansión transfronteriza.

Sin embargo, las respuestas de la encuesta apuntan también al impacto de los acuerdos fiscales sobre la combinación de los productos. Obviamente, las posibles diferencias existentes en el tratamiento fiscal de los productos financieros extranjeros, aunque sean parecidos a los locales, sitúan en posición de desventaja a los grupos transfronterizos que intentan hacer más eficiente su oferta de productos, y por tanto explotar las economías de escala. De forma parecida, determinadas interrupciones fiscales nacionales dirigidas a productos financieros locales presentan una especie de «diferenciación positiva» al establecer un modelo de tributación en el que la compañía no nacional que desee penetrar en un determinado mercado tiene que ofrecer productos relevantes para ese exclusivo mercado si espera atraer clientes (que poseen unos fuertes incentivos para preferir este producto).

### *Aspectos a escala de la UE*

- El caso de la *mayor integración de los mercados financieros minoristas* en términos de ventajas al consumidor (a través de una mejor elección a un mejor precio y unos ingresos más elevados con menor riesgo) se ve reforzado por las consideraciones relativas a las fusiones y adquisiciones transfronterizas. El aumento de las economías de escala a nivel paneuropeo y el aumento de la competencia entre los proveedores de servicios financieros a través de la entrada en el mercado son esenciales si se han de repartir estos beneficios. La Comisión propuso en su Libro Verde sobre Política de Servicios Financieros 2005-2010<sup>24</sup> seguir investigando en estas áreas. En particular, se sugería centrarse en un número de productos en los que hubiese una auténtica oportunidad comercial real, una vez que los obstáculos regulatorios que los impedían se retirasen a través de iniciativas de la UE (crédito al consumo, hipoteca). Con este método se podrían resolver parte de las preocupaciones expresadas por los encuestados.

- En lo que respecta a la posible discriminación fiscal contra los productos financieros que venden las instituciones financieras de la UE, incumpliendo las disposiciones de Tratado, la apertura de casos de infracción por parte de la Comisión contribuye a poner fin a una distorsión inaceptable del Mercado Interno<sup>25</sup>.

### *Aspectos a escala nacional*

- Aunque algunos asuntos fiscales se tratan a escala europea (por ejemplo, determinados aspectos referentes al IVA), se siguen encontrando en la agenda de cada Estado Miembro en particular.

## **2. ELEMENTOS QUE CONTRIBUYEN A UN ENTORNO DESFAVORABLE O DESALENTADOR**

### **2.1. Injerencia política y mal uso de los poderes de supervisión**

Un gran número de encuestados, especialmente aquellos que en el pasado han tenido experiencias con fusiones y adquisiciones transfronterizas, han señalado a los factores del entorno que desalientan o bloquean este tipo de operaciones, tales como la injerencia política en el proceso o el mal uso de los poderes de supervisión. Se percibe entre los participantes del mercado que algunos supervisores emplearán, en efecto, con el consentimiento de las autoridades políticas nacionales, sus facultades para bloquear la entrada en su mercado de instituciones financieras ya establecidas en otros Estados Miembros.

<sup>24</sup> Véase pie de página 18.

<sup>25</sup> Numerosos casos específicos de los productos financieros (sobre todo UCITS) han estado sujetos a procedimiento de sanción por parte de la Comisión. Véase, por ejemplo, los casos 2000/5059, 2002/4714, 2003/2009, 1994/476, 2003/2010.

Estos elementos no solo desaniman a las compañías a aprovechar las oportunidades de negocio y a los consumidores de aprovechar el aumento de la competencia, con lo que se produciría un descenso de los precios al haber una mayor oferta, sino que también contradicen el espíritu y los principios básicos de las libertades del Tratado en el que se sustenta la consecución del Mercado Interno. Los objetivos políticos de fuerte crecimiento económico y un mayor empleo en toda Europa se verán seriamente dañados si la economía europea no tiene apoyo en un mercado financiero eficaz, dinámico y seguro. Los participantes en el mercado deberían tener la certeza de que la legislación común se aplica de una forma equitativa, sin discriminaciones basadas en la nacionalidad y que no se les cierran las oportunidades que ofrece el Mercado Interno por causas injustificadas.

## 2.2. Obstáculos legales

Los obstáculos a veces adquieren la apariencia de obstáculos legales concretos. En este sentido, cabe señalar que uno de los obstáculos que los encuestados consideran relevantes es la existencia continuada de mecanismos de defensa (blindajes anti-OPA), que la propuesta inicial de la Comisión en la Directiva de Ofertas de Adquisición propuso abolir. Esta disposición no se mantuvo en la Directiva final que se aprobó en abril de 2004.

### *Aspectos a escala de la Unión Europea*

- Las disposiciones del Tratado por las que se rige el libre movimiento de capital y la libertad de establecimiento en el sector de servicios financieros son claras. Lo mismo sucede en el caso de la legislación del Tribunal Superior de Justicia. La libertad de movimiento de capitales y el derecho de establecimiento son la norma, no la excepción. El 21 de octubre de 2005, la Comisión adoptó un *Comunicado Interpretativo*<sup>26</sup> con intención de aclarar la interpretación de las disposiciones del Tratado e impedir cualquier uso injustificado de las posibilidades discrecionales, alertando a los participantes en el mercado de sus derechos.

### *Aspectos a escala nacional*

- Todas las compañías de la UE deberían ser capaces de elegir por sí mismas y beneficiarse del Mercado Interno, sin que se produzca ninguna injerencia inapropiada por razones de pensamiento nacional.

## 3. PERCEPCIÓN INDIVIDUAL NEGATIVA HACIA LAS ENTIDADES EXTRANJERAS DE LA UE

El último grupo de obstáculos que se identifica como posible impedimento a la consolidación transfronteriza es probablemente el más difícil de solucionar, ya que se deriva de percepciones individuales y probablemente, temores o falta de confianza (de empleadores extranjeros o de las instituciones extranjeras encomendadas a los activos de los inversores). En cualquier caso, estas percepciones tardan tiempo en cambiarse, aunque la repercusión negativa de los demás obstáculos (especialmente, los relacionados con el entorno inhibitorio) merecen ser tenidas en cuenta.

### *Aspectos a escala de la unión Europea*

- Al igual que sucede con otros campos de la política europea, la encuesta centra su atención en las percepciones de los consumidores y ciudadanos. Quizás habría que centrar la atención en mejorar la comunicación hacia el consumidor final dentro de las políticas europeas y sus beneficios. Esto contribuiría a disminuir el poco estímulo de los consumidores y la desconfianza de los empleados en las entidades extranjeras de la UE, que se encuentran, por ejemplo, sujetas a unos controles prudenciales equivalentes mínimos (requisitos de capital, garantías de depósito) y por tanto ofrecen un nivel apropiado y equiparable de protección. El Libro Verde de la Comisión sobre Política de Servicios Financieros también apuntaba a la necesidad de una interacción más intensa con los grupos de consumidores, aunque no se haya conseguido el resultado previsto en tentativas anteriores.

### *Aspectos a escala nacional*

- Los Estados Miembros tienen también una función que cumplir para explicar mejor las oportunidades del Mercado Interno a los empleados y consumidores, tomando una postura decididamente europea de acuerdo con los principios fundamentales por los que se rige la UE.

<sup>26</sup> Comunicado de la Comisión acerca de «inversión interna de la UE en el sector de servicios financieros» aprobado el 21 de octubre de 2005.

## ANEJO

### RESULTADOS DE LA REUNIÓN INFORMAL DE LOS MINISTROS DE ECONOMÍA Y FINANZAS LA HAYA, 10-11 DE SEPTIEMBRE DE 2004 TRIBUTACIÓN BANCARIA Y DE SOCIEDADES<sup>27</sup>

MEMORANDUM/04/214

Bruselas, 13 de septiembre de 2004

#### Posibles obstáculos a las fusiones y adquisiciones transfronterizas en el sector bancario

Los Ministros de Economía y Finanzas apelaron a la Comisión para que estudiase los posibles obstáculos a las fusiones y adquisiciones transfronterizas en los sectores de banca mayorista y minorista que se derivan no solo de las diferentes prácticas supervisoras, sino también de otros factores más generales. Además, los Ministros tomaron nota de la intención de la Comisión de revisar las partes de la Directiva Bancaria (2000/12/EC) que permiten a los Estados Miembros bloquear las operaciones de fusión y adquisición con unas bases prudenciales.

Actualmente, en el Artículo 16 de la Directiva se establece que «los Estados Miembros exigirán a cualquier persona física o jurídica que los proponga, mantener directa o indirectamente una participación específica en una institución de crédito para informar a las autoridades competentes, expresándoles el tamaño de las sociedades de participación mayoritaria en ciernes. Dicha persona tendrá también que informar a las autoridades competentes si propone incrementar su participación de forma que la proporción de los derechos a voto o del capital que mantenga alcancen o superen el 20 por 100, el 33 o el 50 por 100, aproximadamente, de forma que la institución de crédito se convierta en su subsidiaria».

«Las autoridades competentes tendrán un máximo de tres meses a partir de la fecha de notificación prevista en el primer párrafo para oponerse a dicho plan si, en vista de la necesidad de garantizar la administración segura y prudente de la institución de crédito, no están satisfechos con la sostenibilidad de la persona referida en el primer subpárrafo. Si no se opusiesen al plan referido en el primer subpárrafo, pueden fijar un período máximo para su implementación».

El objetivo de la revisión de la Directiva Bancaria que debía adoptar la Comisión será el de garantizar que las autoridades supervisoras tengan que ser lo más específicas y transparentes que sea posible si tienen dudas acerca de la «gestión segura y prudente» de la institución de crédito. Esto garantizaría que hubiera menos opciones de invocar a la legislación prudencial por razones políticas.

En virtud de los términos de la Regulación sobre Fusiones de la UE (134/2004/EC), la Comisión Europea posee jurisdicción propia sobre fusiones y adquisiciones de una cierta envergadura<sup>28</sup>, y puede poner en entredicho las medidas que tomen los Estados Miembros para detener una operación transfronteriza. El Artículo 21 de la Regulación sobre Fusiones permite a un Estado Miembro intervenir para proteger sus derechos legítimos, incluyendo motivos prudenciales, pero la Comisión tiene la potestad de verificar que esta intervención está fundamentada y es proporcional. Sin embargo, un posible problema es que los bancos que estén estudiando una fusión o adquisición pueden verse disuadidos por los contactos preliminares con las autoridades de supervisión bancaria antes de que se inicie una oferta formal.

Hablando al final de la reunión, el Comisionado Bolkestein indicó que «un sector bancario fuerte y saneado en Europa es crucial para contribuir a que la UE alcance sus objetivos de crecimiento económico y mantener la estabilidad financiera. Es preciso que exista una mayor competencia (al por mayor, pero también en el sector minorista) para cerrar las diferencias de competencia y rentabilidad que hay con EE.UU.».

#### Tributación de sociedades

Tras un debate político mantenido de manera informal acerca de la tributación fiscal en la UE una gran mayoría de ministros apoyaron la creación de un grupo de trabajo de Estados Miembros, presididos por la Comisión Europea, con la tarea de estudiar la idea de permitir a las compañías que utilicen un conjunto común de normas consolidadas para el cálculo de sus beneficios sujetos a tributación y elaborar un proyecto piloto que permitiese a las Pymes emplear la normativa fiscal de sus países de origen para este mismo cálculo. El debate se desarrolló a partir de dos documentos de consulta que se encuentra en el sitio Web de la Comisión:

[http://europa.eu.int/comm/taxation\\_customs/taxation/company\\_tax/developments.htm](http://europa.eu.int/comm/taxation_customs/taxation/company_tax/developments.htm).

<sup>27</sup> Comunicado de prensa que se puede descargar en el siguiente sitio Web: <http://europa.eu.int/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/04/214&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>.

<sup>28</sup> Véase artículo 1 del Consejo de Regulación (EC) N.º 139/2004 de 20 de enero de 2004 referida al control de concentración entre empresas.

La Comisión pretende establecer un grupo de trabajo en los próximos meses. En unas declaraciones, el Comisionado Bolkestein expresó su esperanza de que todos los Estados Miembros participasen en el grupo.

Durante un debate previo sobre la reducción de la carga administrativa de las compañías, el Comisionado Bolkestein señaló a los ministros que las compañías que operaban en más de un Estado Miembro se enfrentan actualmente a una enorme carga burocrática como consecuencia de tener que calcular sus responsabilidades fiscales según diferentes tipos de normas. Por ejemplo, un país que tenga una legislación diferente, los precios de las transferencias y pérdidas no se pueden compensar con las ganancias en otro país.

# Consolidación transfronteriza en el sector financiero de la Unión Europea

## Anejo: resultados de la encuesta

### ÍNDICE DEL CONTENIDO

<b>Anejo A. Características de las instituciones financieras que participaron en la encuesta</b> .....	156
A.1. Localización geográfica .....	156
A.2. Dimensión .....	156
A.3. Estructuras corporativas .....	157
A.4. Experiencia anterior en fusiones y adquisiciones transfronterizas .....	157
<b>Anejo B. Respuestas a la encuesta por Internet de las instituciones financieras (agrupadas según su naturaleza)</b> .....	158
B.1. Según la dimensión de los encuestados .....	158
B.2. Según las estructuras corporativas de los encuestados .....	161
B.3. Según la experiencia de los encuestados en fusiones y adquisiciones transfronterizas .....	164
<b>Anejo C. Respuestas a la encuesta por Internet de las instituciones financieras (clasificadas)</b> .....	167
C.1. Según la dimensión de los encuestados .....	167
C.2. Según las estructuras corporativas de los encuestados .....	171
C.3. Según la experiencia de los encuestados en fusiones y adquisiciones transfronterizas .....	174
<b>Anejo D. Respuestas a la encuesta por Internet de los órganos representativos para el sector financiero y otros (agrupados según su naturaleza)</b> .....	177
<b>Anejo E. Respuestas a la encuesta por Internet de los órganos representativos para el sector financiero y otros (clasificadas)</b> .....	180

Bruselas, 26.10.2005  
SEC (2005) 1398

ANEJO A

CARACTERÍSTICAS DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS QUE PARTICIPARON EN LA ENCUESTA

GRÁFICO A.1  
LOCALIZACIÓN GEOGRÁFICA

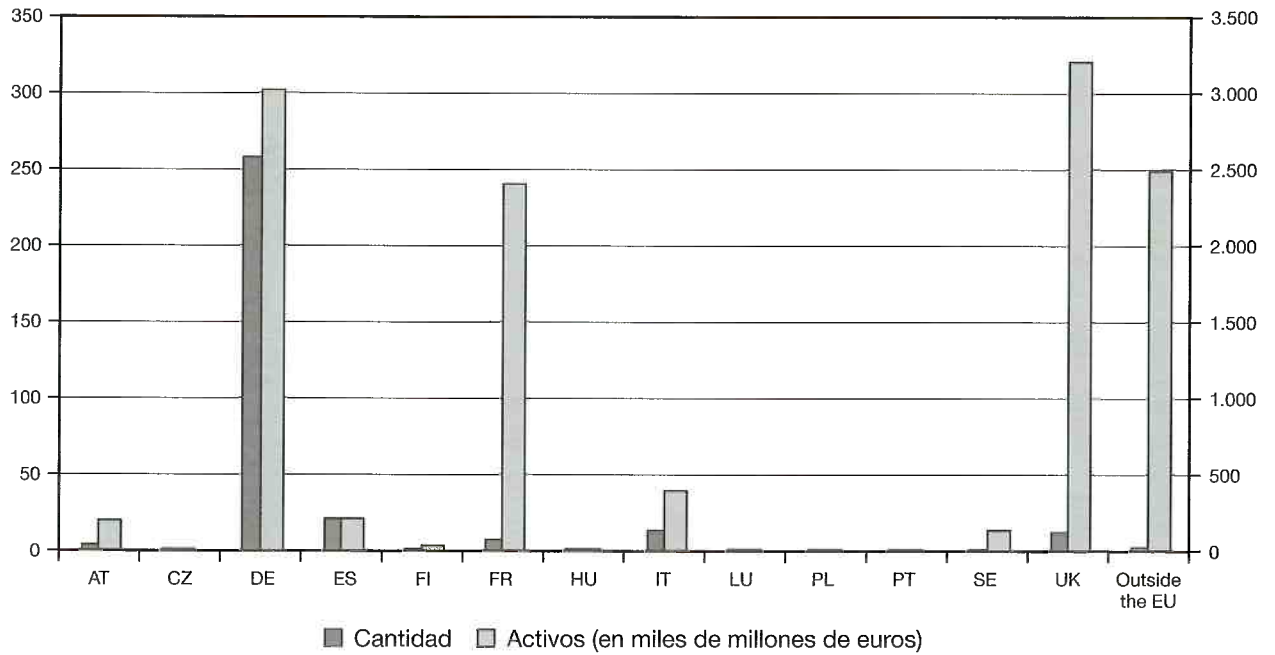


GRÁFICO A.2  
DIMENSIÓN

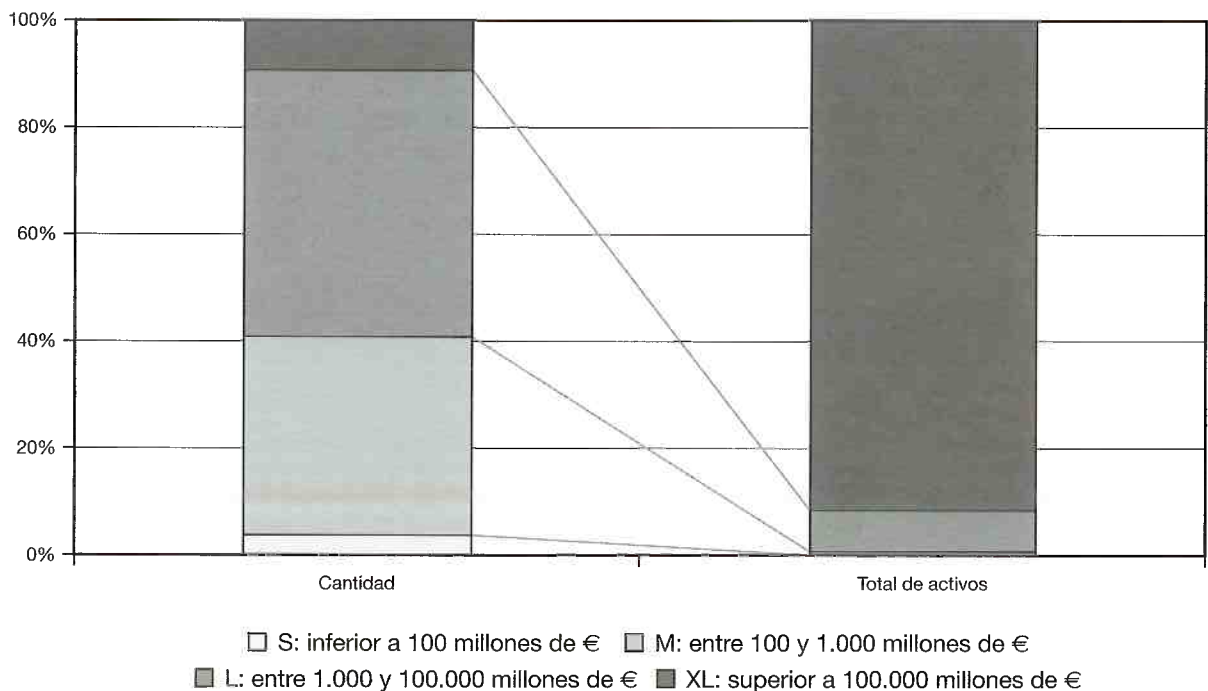


GRÁFICO A.3  
ESTRUCTURAS CORPORATIVAS

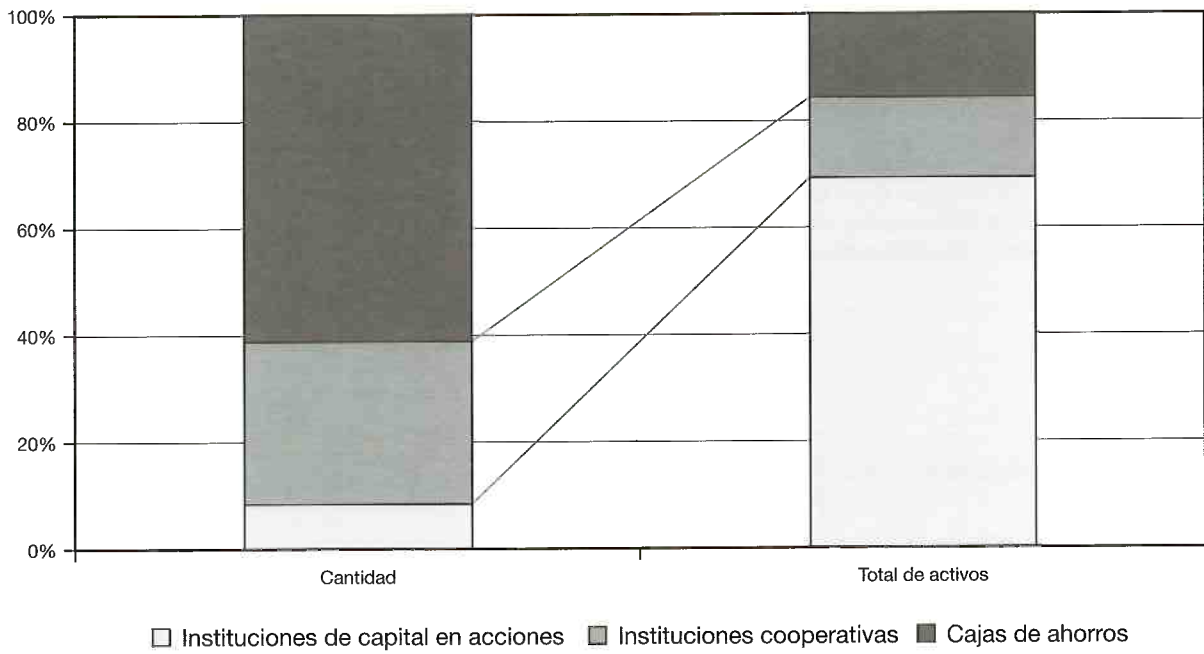
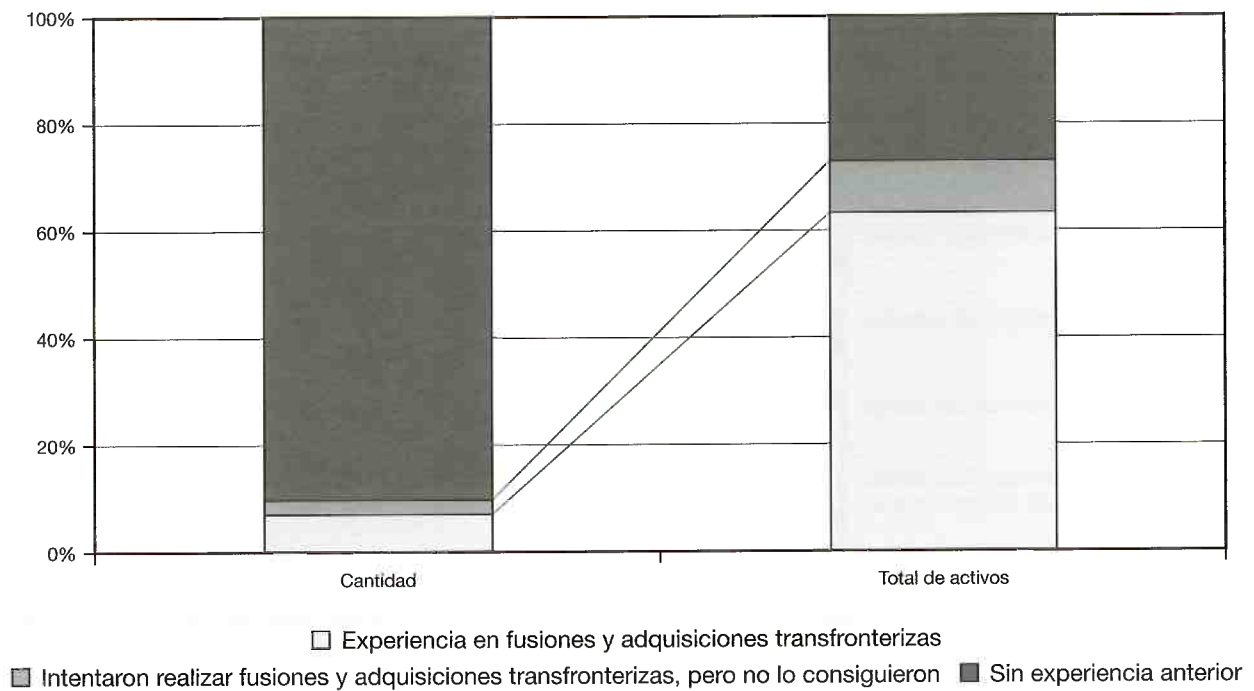


GRÁFICO A.4  
EXPERIENCIA ANTERIOR EN FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS





## ANEJO B

### RESPUESTAS A LA ENCUESTA POR INTERNET DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS (AGRUPADAS SEGÚN SU NATURALEZA)

#### B.1. SEGÚN LA DIMENSIÓN DE LOS ENCUESTADOS

Las instituciones se agrupan en 4 categorías:

- S (activo inferior a 100 millones €).
- M (activo entre 100 millones € y 1.000 millones €).
- L (activo entre 1.000 millones € y 100.000 millones €).
- XL (activo superior a 100.000 millones €).

GRÁFICO B.1.1

#### OBSTÁCULOS LEGALES

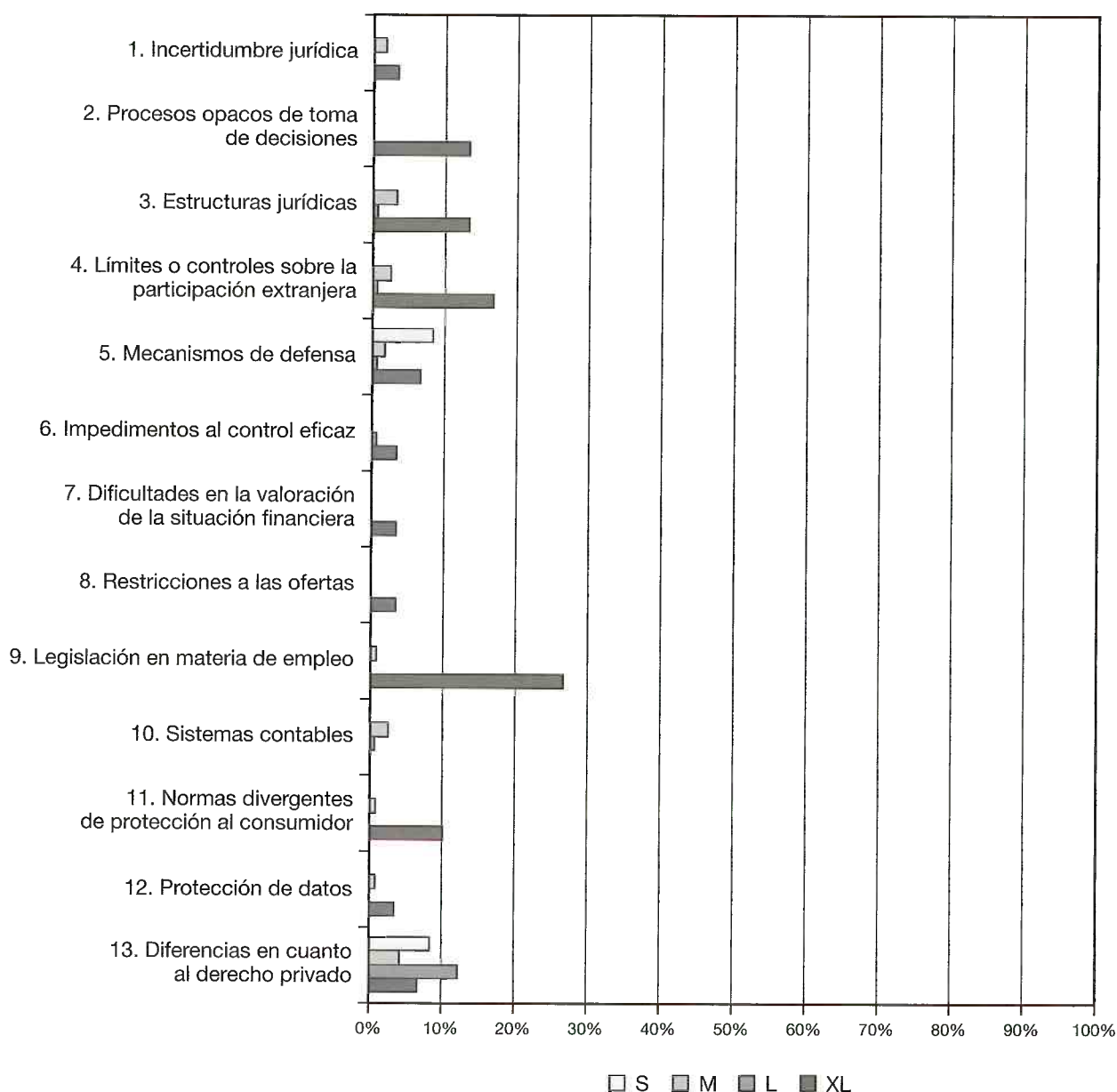


GRÁFICO B.1.2  
BARRERAS FISCALES

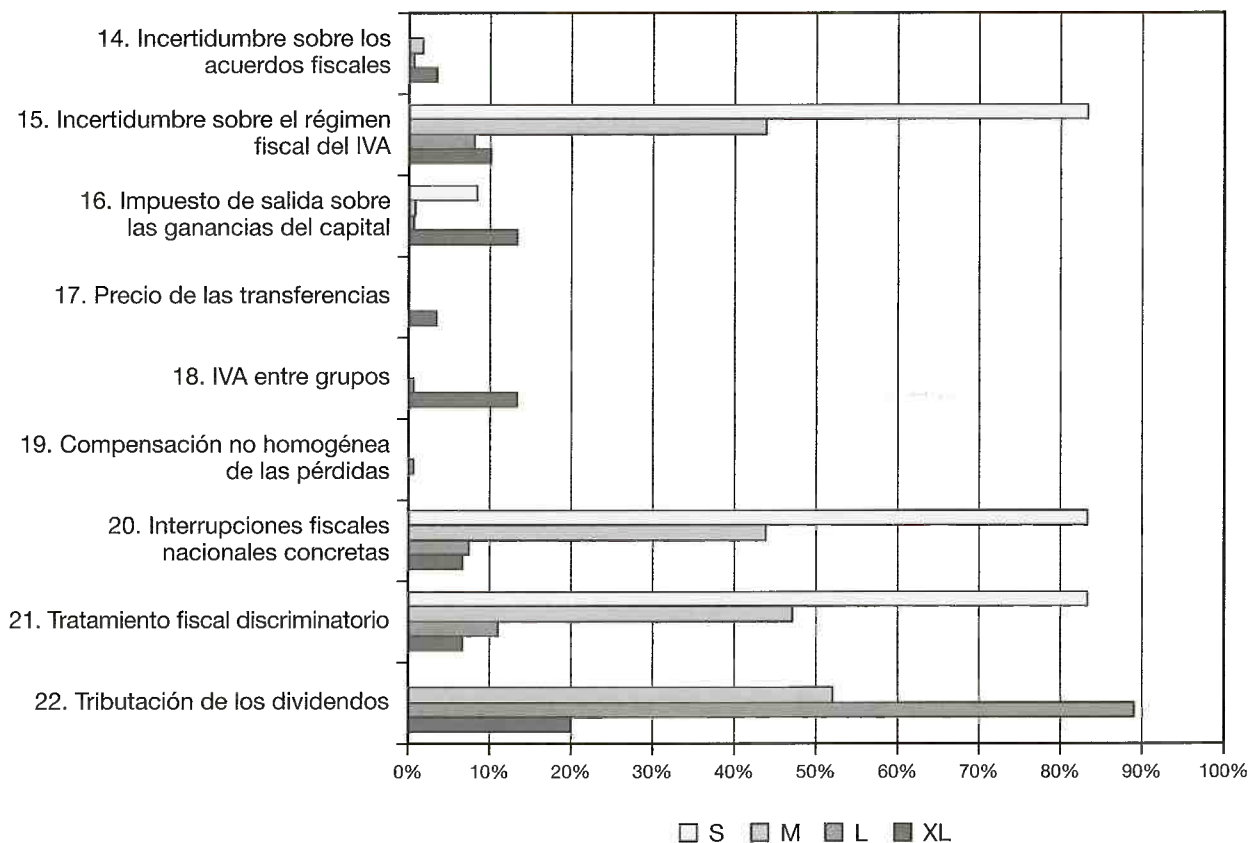


GRÁFICO B.1.3  
REPERCUSIONES DE LOS REQUISITOS DE SUPERVISIÓN

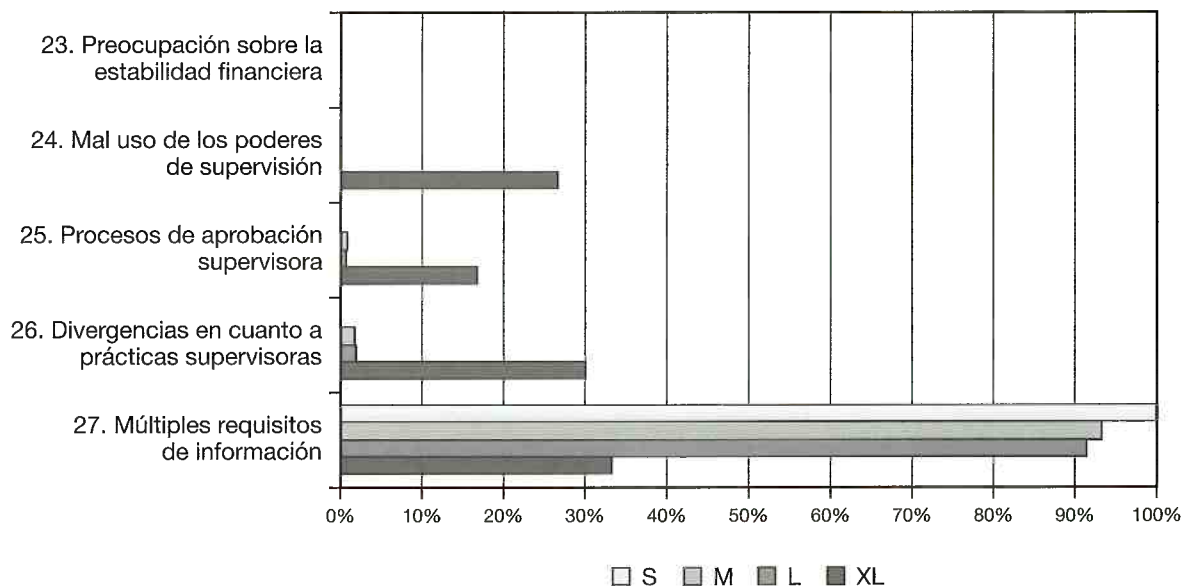


GRÁFICO B.1.4  
BARRERAS ECONÓMICAS

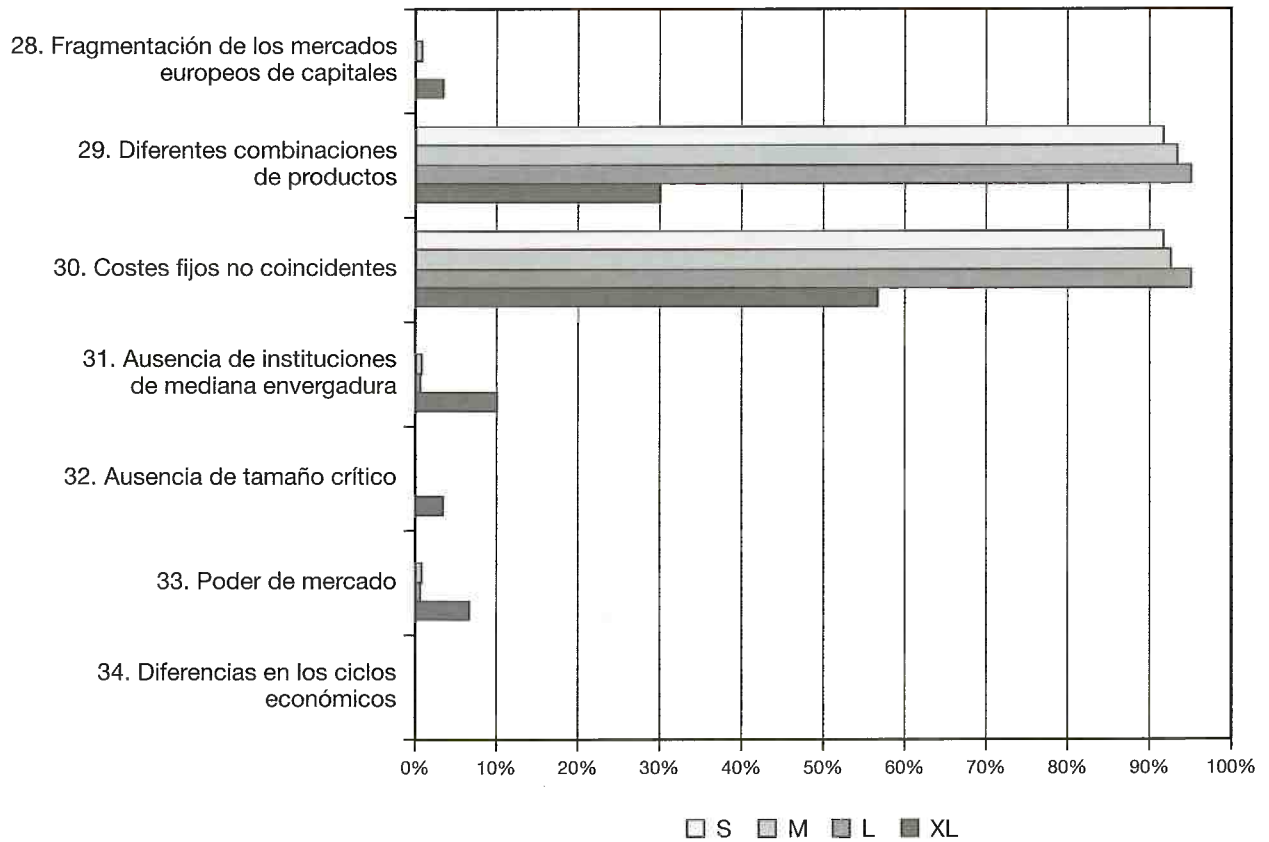
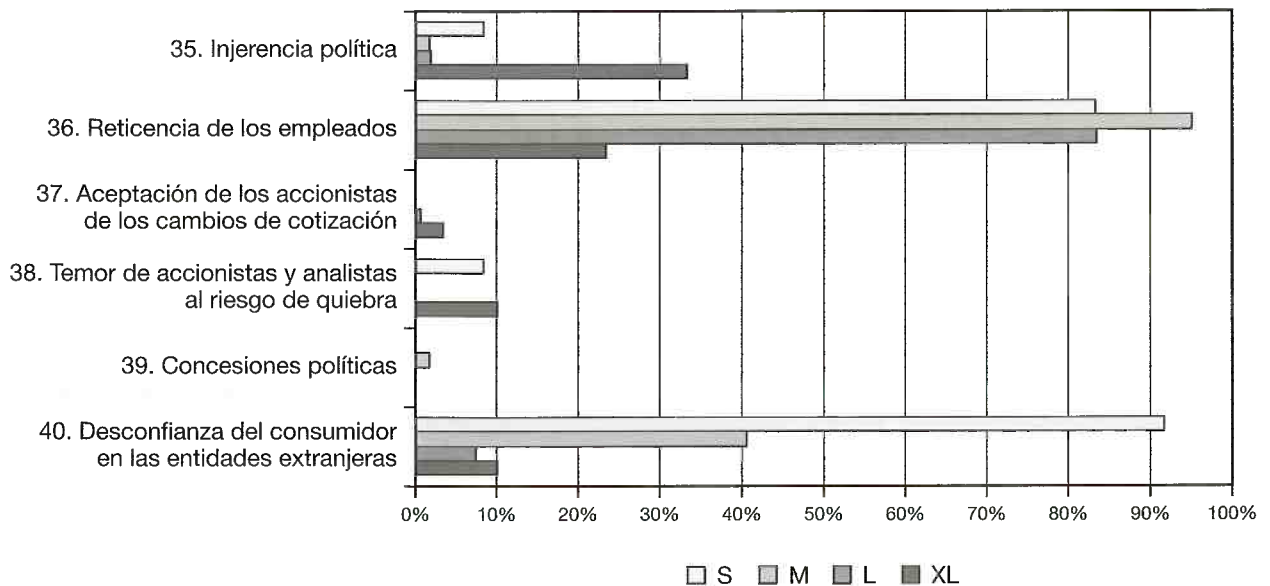


GRÁFICO B.1.5  
BARRERAS DE ACTITUD



## B.2. SEGÚN LAS ESTRUCTURAS CORPORATIVAS DE LOS ENCUESTADOS

Las instituciones se agrupan en 3 categorías:

- *Instituciones de capital en acciones,*
- *Instituciones cooperativas, y*
- *Instituciones de ahorro (y entidades relacionadas).*

GRÁFICO B.2.1  
OBSTÁCULOS LEGALES

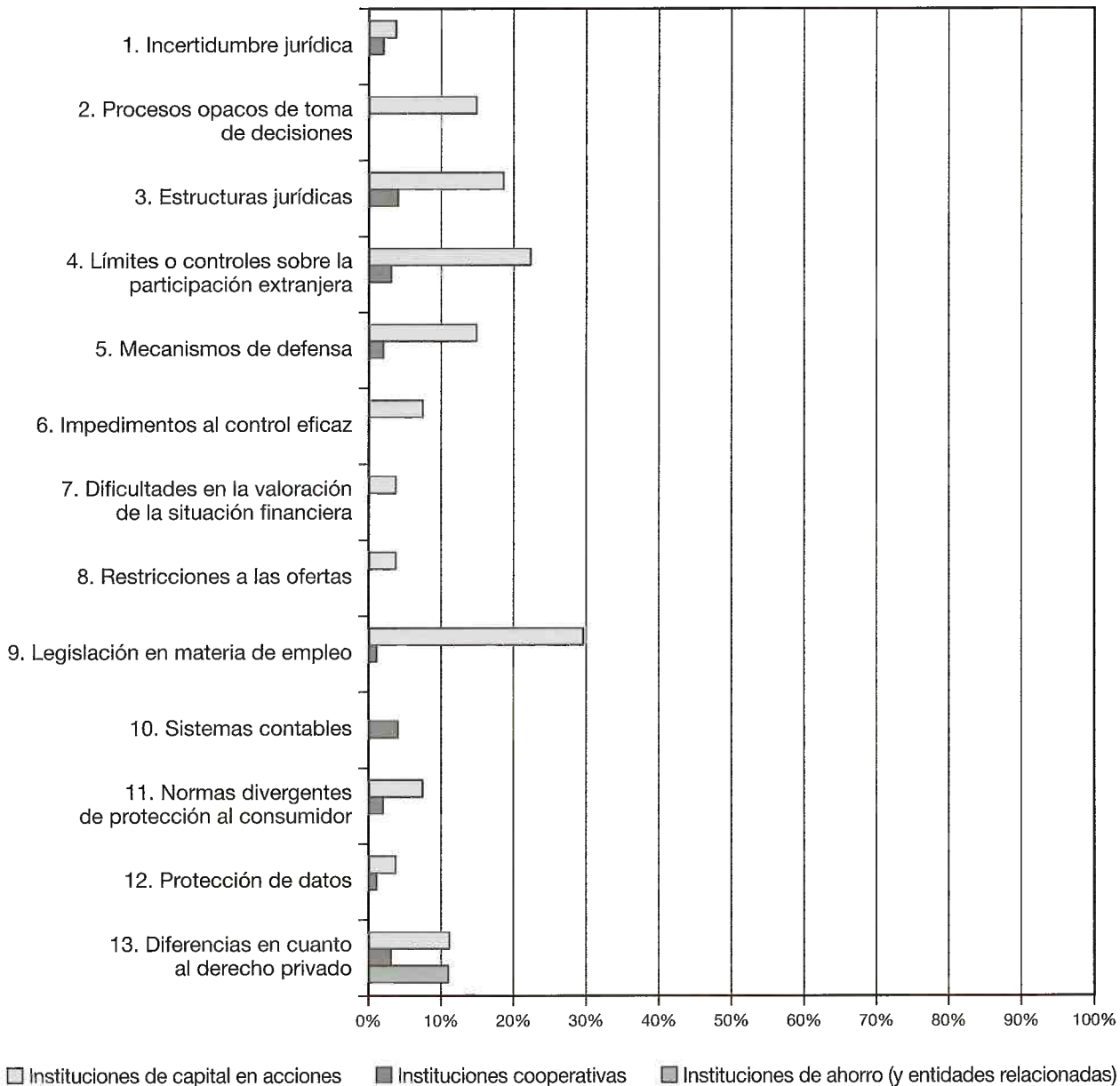


GRÁFICO B.2.2  
BARRERAS FISCALES

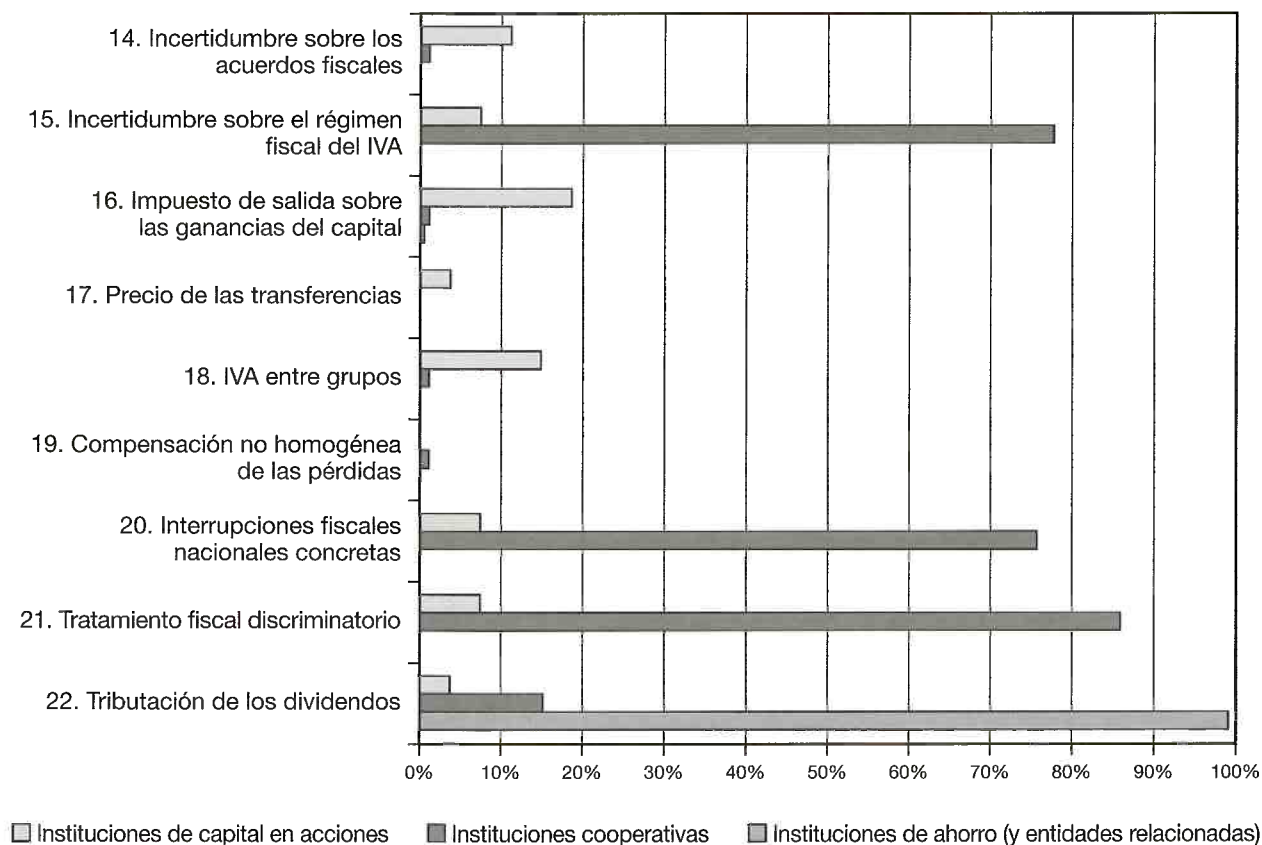


GRÁFICO B.2.3  
REPERCUSIONES DE LOS REQUISITOS DE SUPERVISIÓN

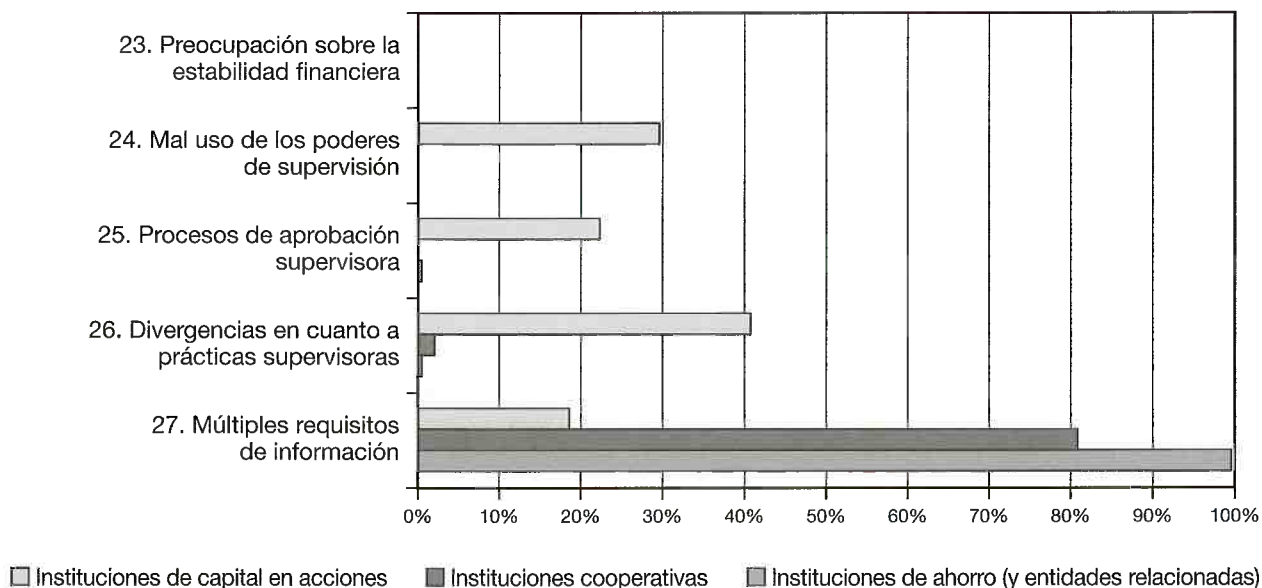


GRÁFICO B.2.4  
BARRERAS ECONÓMICAS

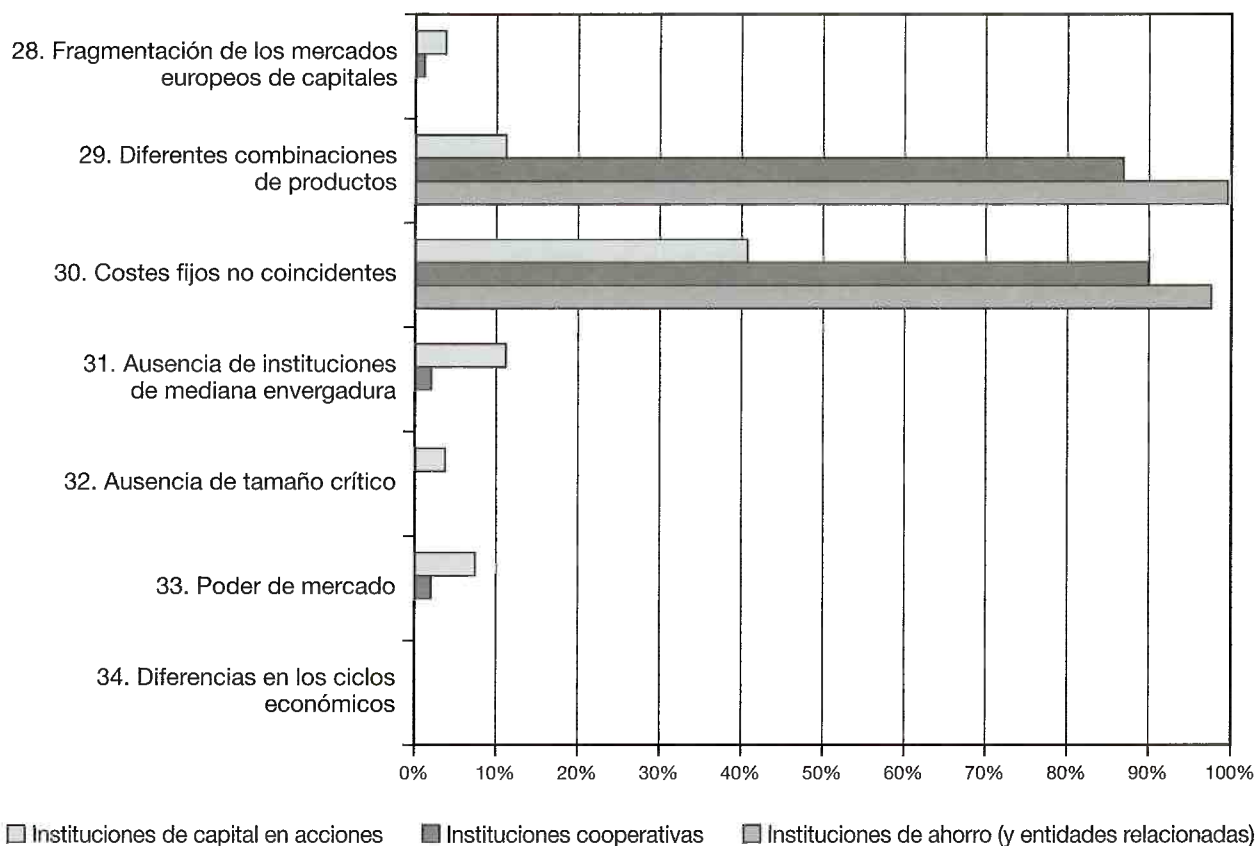
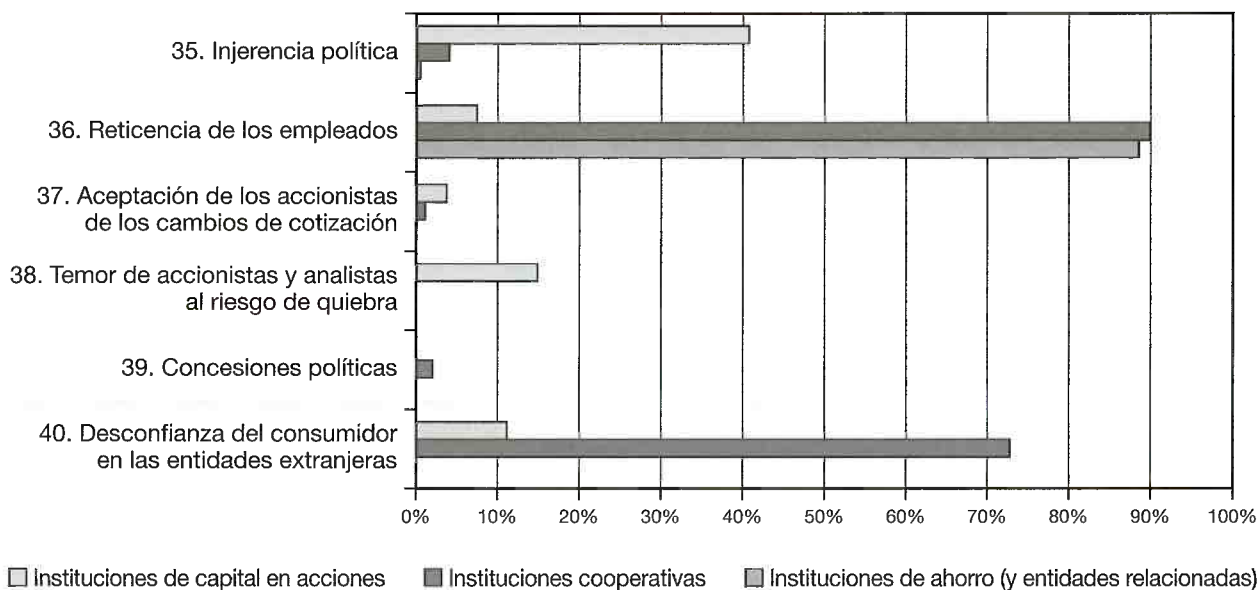


GRÁFICO B.2.5  
BARRERAS DE ACTITUD



### B.3. SEGÚN LA EXPERIENCIA DE LOS ENCUESTADOS EN FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS

Las instituciones se agrupan en 3 categorías:

- Instituciones que poseen una *experiencia anterior en fusiones y adquisiciones transfronterizas*.
- Instituciones que han *intentado llevar a cabo fusiones y adquisiciones transfronterizas pero no lo han conseguido por determinados obstáculos, e*
- Instituciones sin experiencia anterior en fusiones y *adquisiciones transfronterizas*.

GRÁFICO B.3.1  
OBSTÁCULOS LEGALES

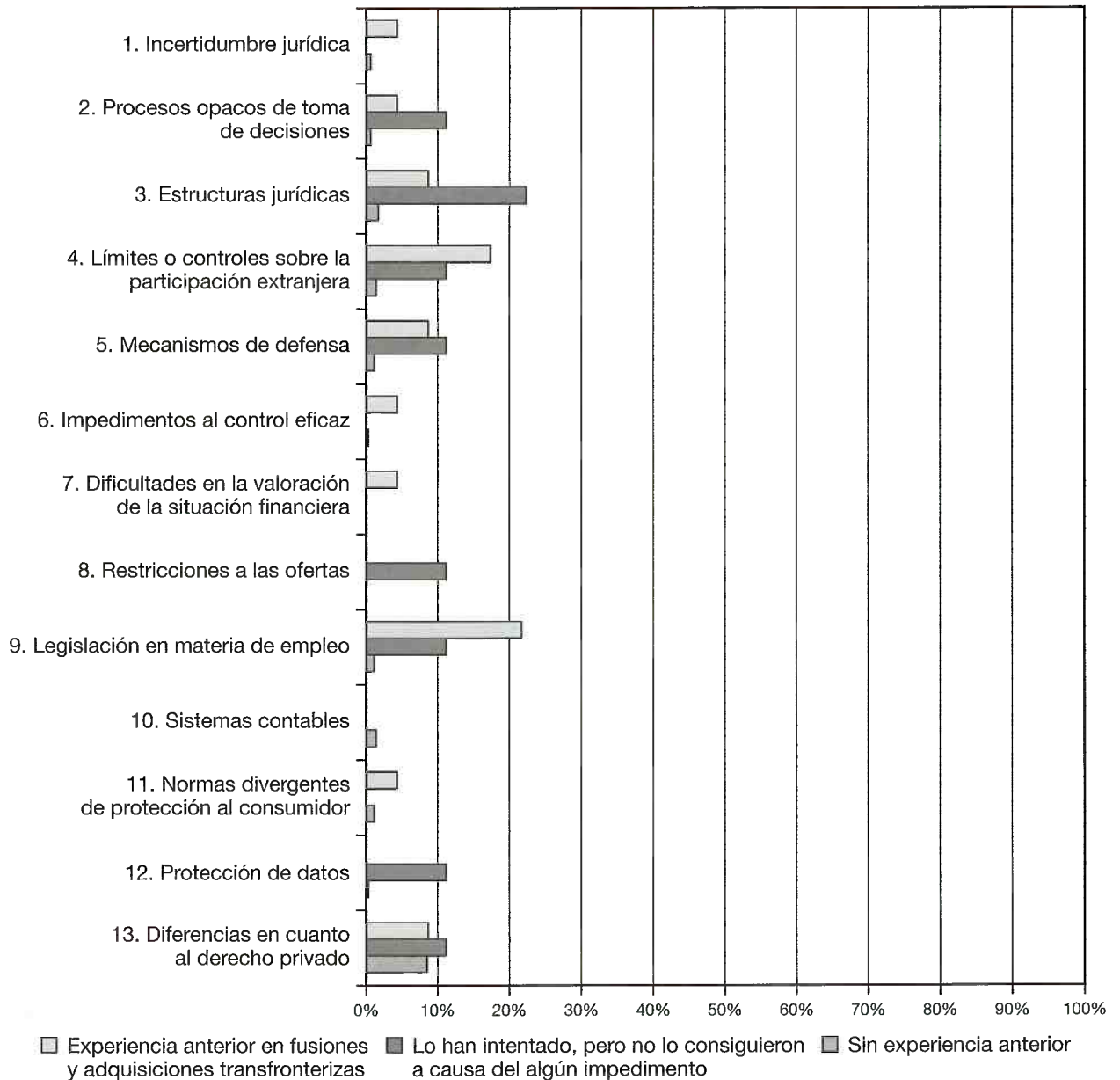


GRÁFICO B.3.2  
BARRERAS FISCALES

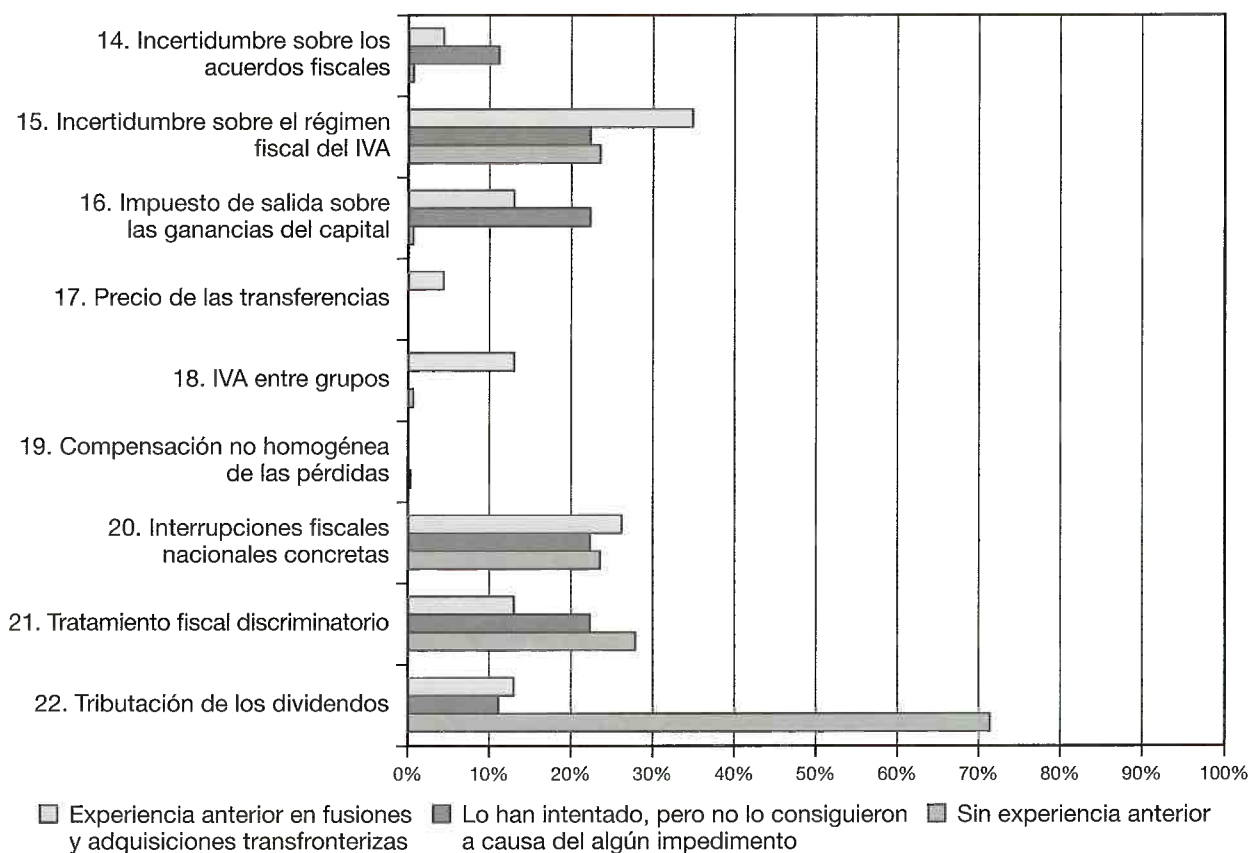


GRÁFICO B.3.3  
REPERCUSIONES DE LOS REQUISITOS DE SUPERVISIÓN

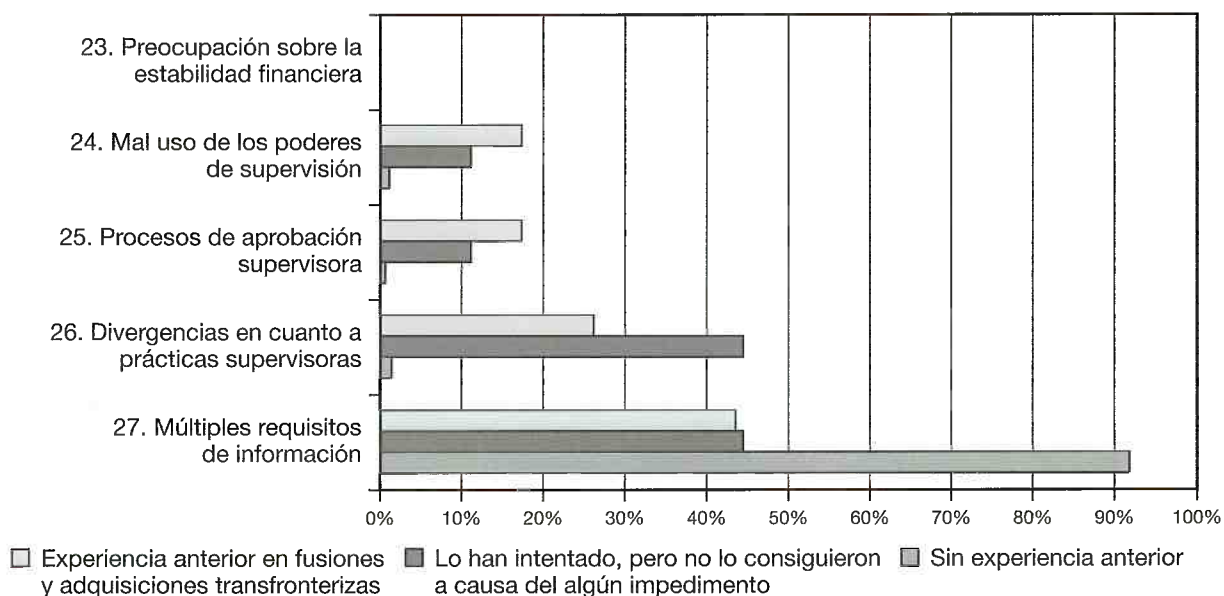




GRÁFICO B.3.4  
BARRERAS ECONÓMICAS

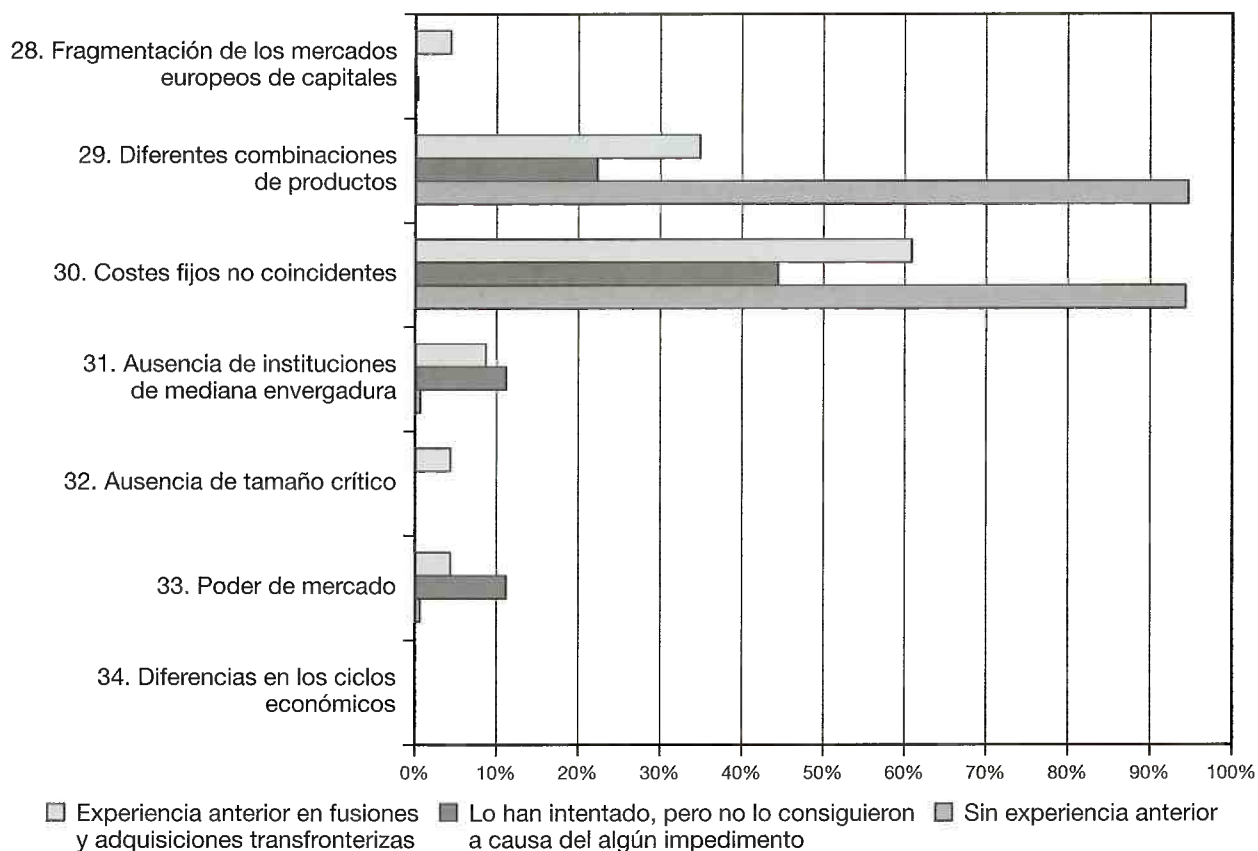
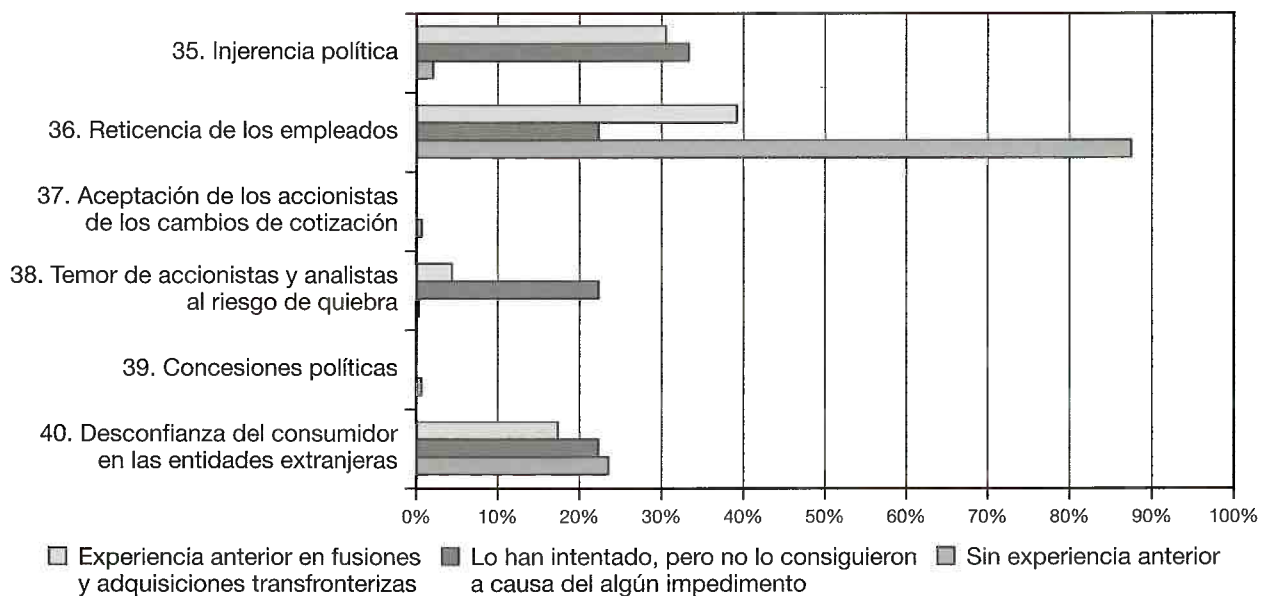


GRÁFICO B.3.5  
BARRERAS DE ACTITUD



## ANEJO C

### RESPUESTAS A LA ENCUESTA POR INTERNET DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS (CLASIFICADAS)

GRÁFICO C.1

**SEGÚN LA DIMENSIÓN DE LOS ENCUESTADOS**

**Activo inferior a 100 millones de €**



Fuente: Bureau van Dijk, base de datos Zephyr.

GRÁFICO C.1 (continuación)

SEGÚN LA DIMENSIÓN DE LOS ENCUESTADOS

Activo entre 100 millones € y 1.000 millones €



Nota: Esta clasificación se corresponde con la tabla 24 del documento principal.  
Fuente: Bureau van Dijk, base de datos Zephyr.

GRÁFICO C.1 (continuación)

SEGÚN LA DIMENSIÓN DE LOS ENCUESTADOS

Activo entre 1.000 millones € y 100.000 millones €

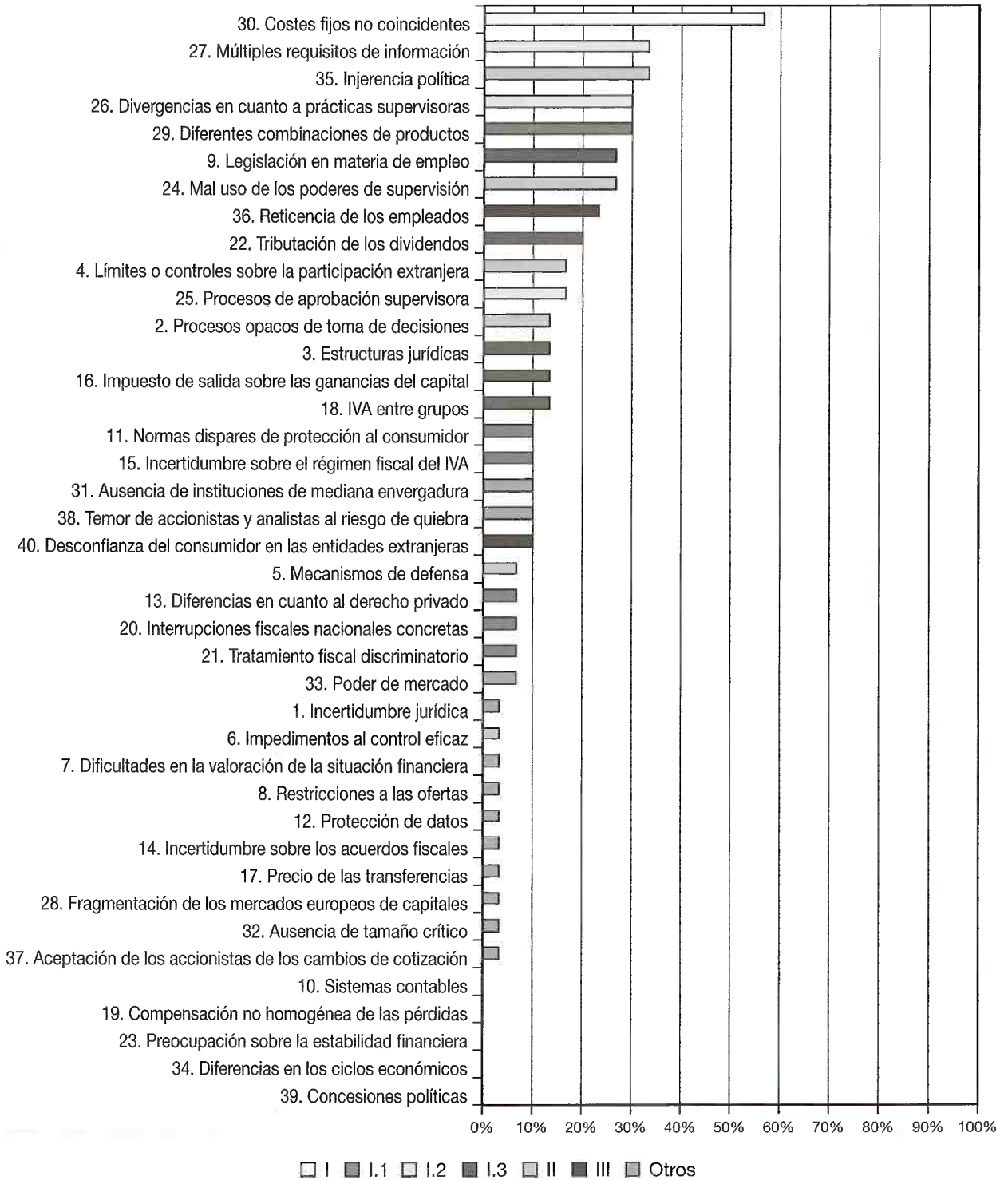


Fuente: Bureau van Dijk, base de datos Zephyr.

GRÁFICO C.1 (continuación)

SEGÚN LA DIMENSIÓN DE LOS ENCUESTADOS

Activo superiores a los 100.000 millones €



Fuente: Bureau van Dijk, base de datos Zephyr.

GRÁFICO C.2

SEGÚN LAS ESTRUCTURAS CORPORATIVAS DE LOS ENCUESTADOS

Instituciones de capital en acciones



SEGÚN LAS ESTRUCTURAS CORPORATIVAS DE LOS ENCUESTADOS

Instituciones cooperativas



GRÁFICO C.2 (continuación)  
**SEGÚN LAS ESTRUCTURAS CORPORATIVAS DE LOS ENCUESTADOS**

**Instituciones de ahorro (y relacionadas)**





GRÁFICO C.3

SEGÚN LA EXPERIENCIA DE LOS ENCUESTADOS EN FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS

Compañías que poseen experiencia en fusiones y adquisiciones transfronterizas

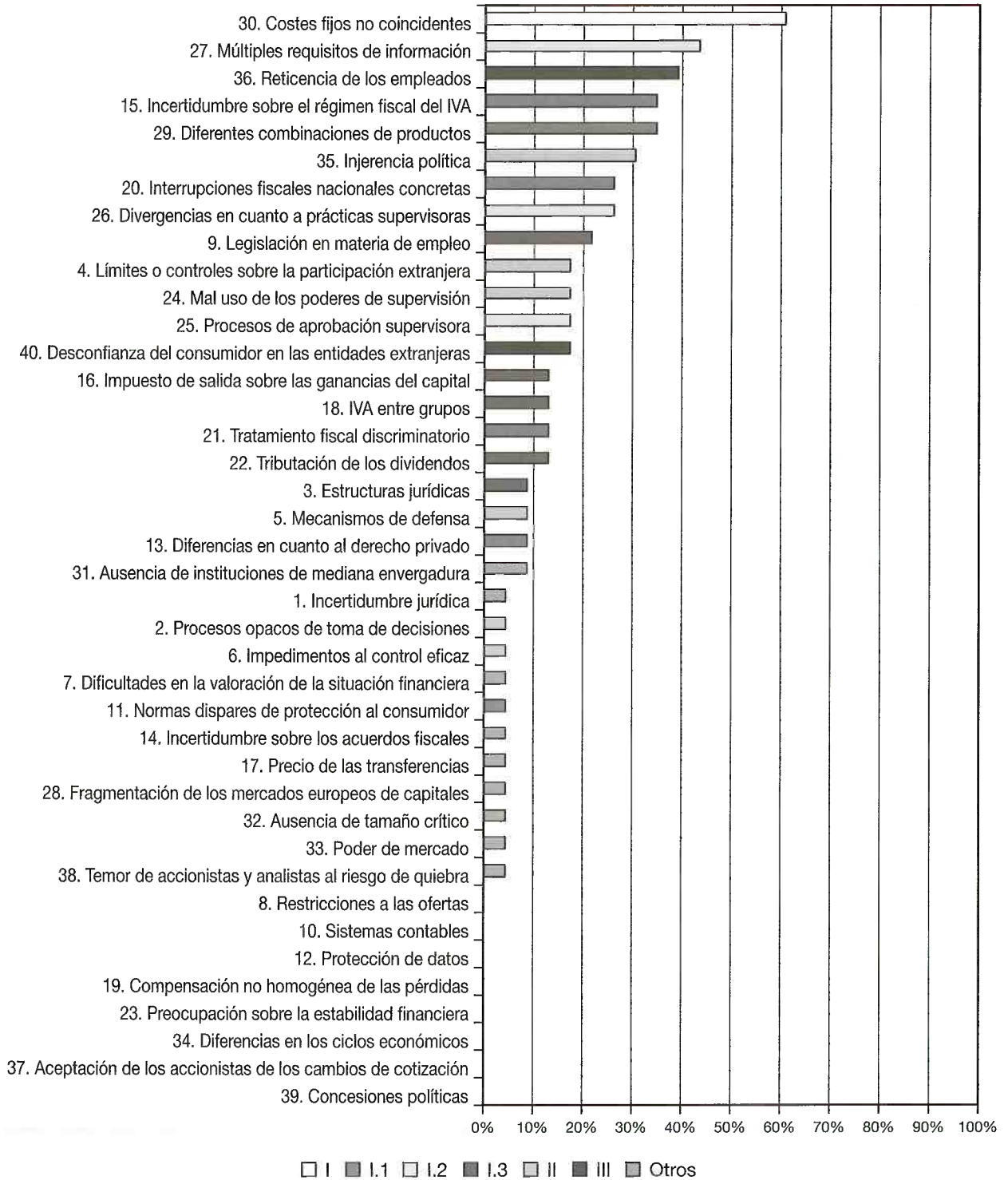


GRÁFICO C.3 (continuación)

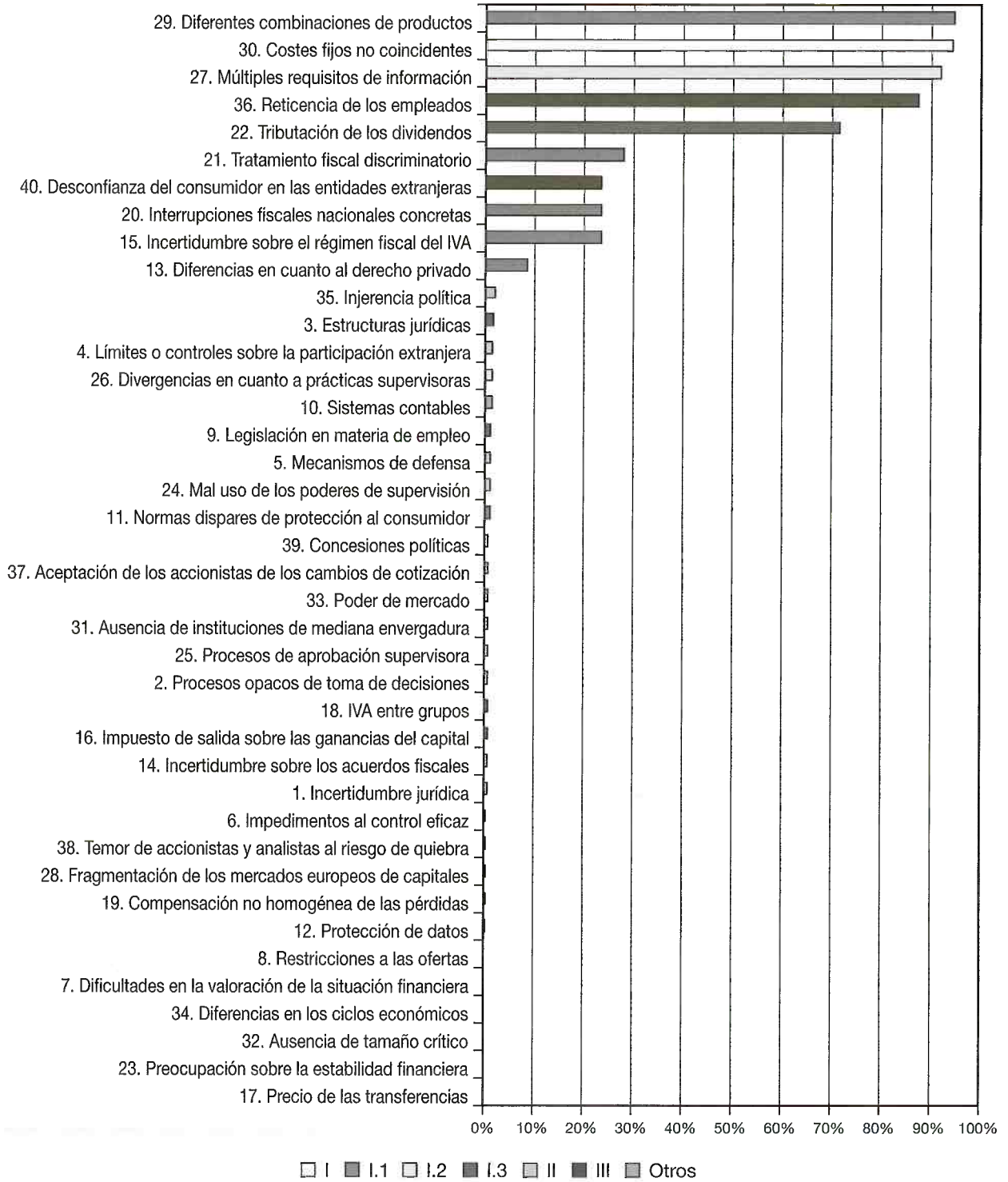
SEGÚN LA EXPERIENCIA DE LOS ENCUESTADOS EN FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS

Compañías que han intentado llevar a cabo fusiones y adquisiciones transfronterizas pero no lo han conseguido por determinados obstáculos



SEGÚN LA EXPERIENCIA DE LOS ENCUESTADOS EN FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS

Compañías sin experiencia anterior en fusiones y adquisiciones



## ANEJO D

### RESPUESTAS A LA ENCUESTA POR INTERNET DE LOS ÓRGANOS DE REPRESENTACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO Y OTROS (AGRUPADOS SEGÚN SU NATURALEZA)

Los encuestados que no constituían instituciones financieras se agruparon en dos categorías:

- Órganos de representación del sector financiero (por ejemplo, las federaciones europeas y nacionales).
- Otros, categoría en la que se incluyen las firmas de consultoría, los expertos económicos, etcétera.

GRÁFICO D.1  
OBSTÁCULOS LEGALES

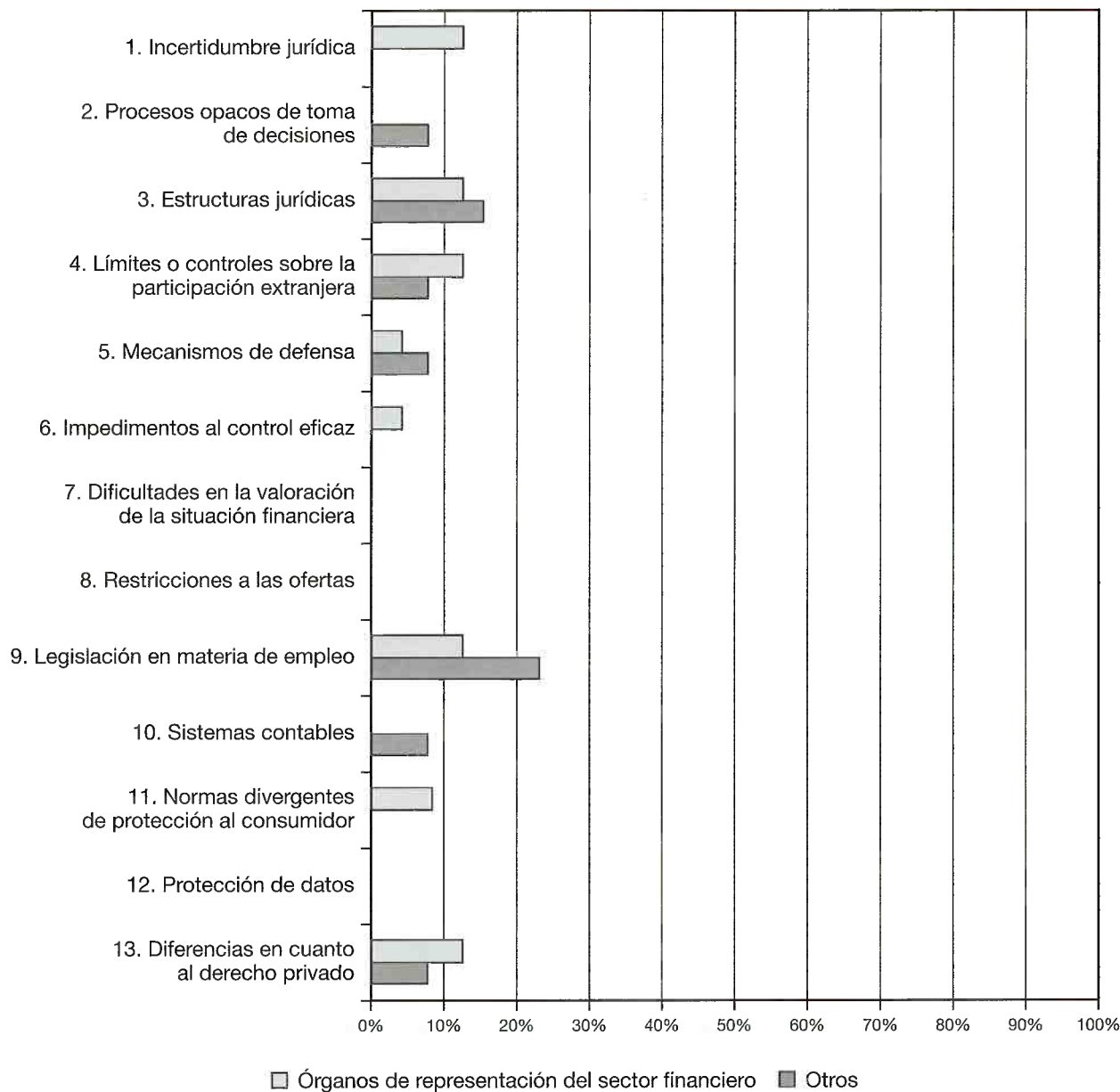


GRÁFICO D.2  
BARRERAS FISCALES

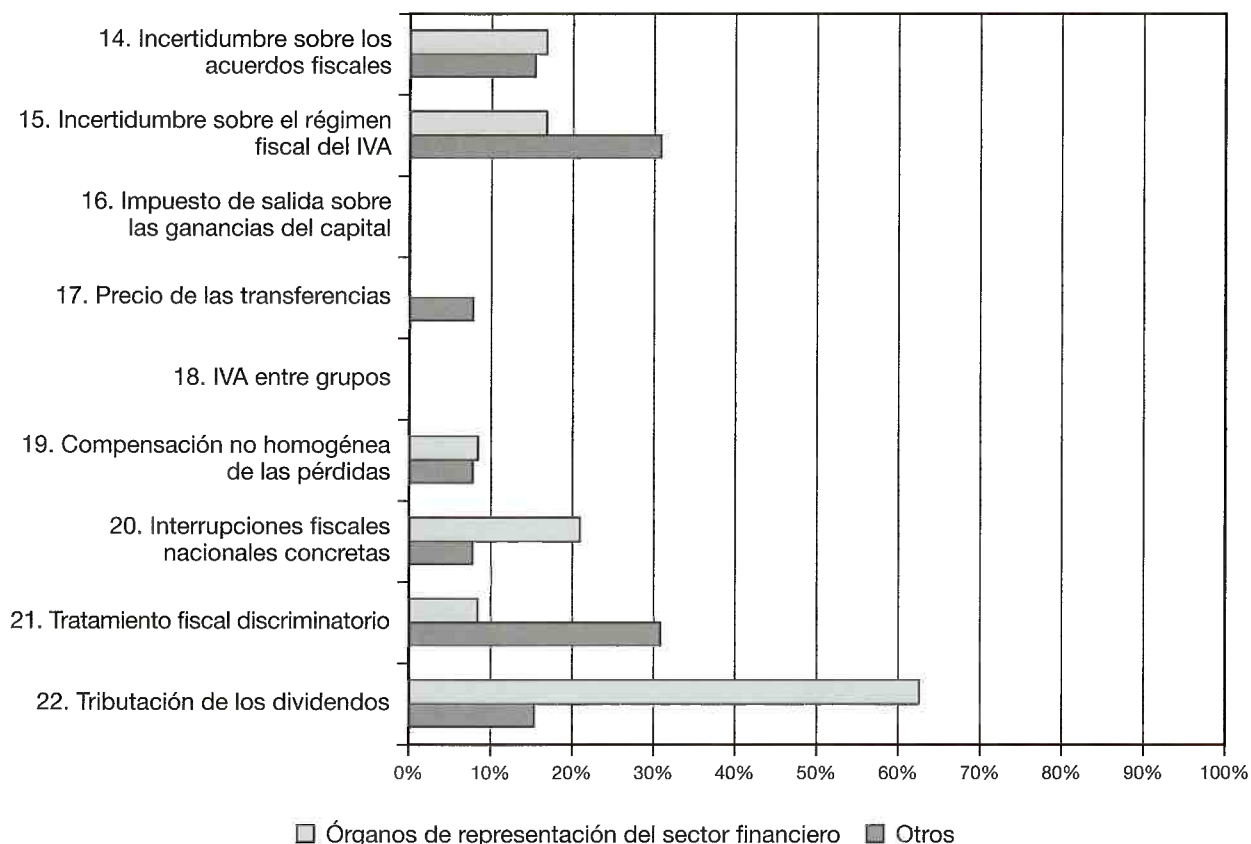


GRÁFICO D.3  
REPERCUSIONES DE LOS REQUISITOS DE SUPERVISIÓN

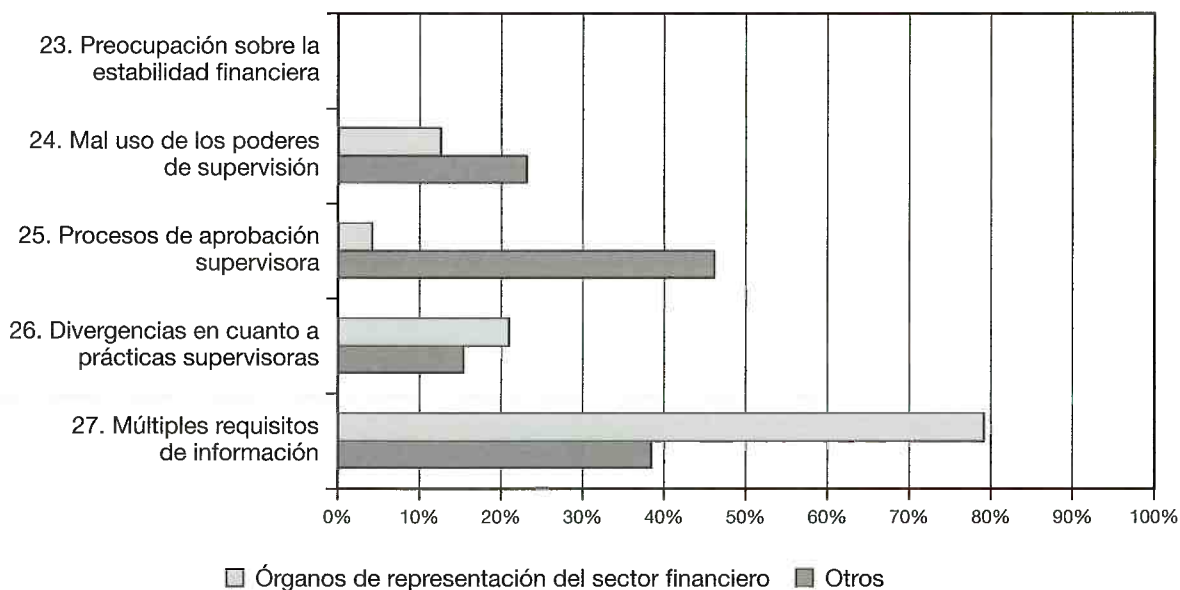


GRÁFICO D.4  
BARRERAS ECONÓMICAS

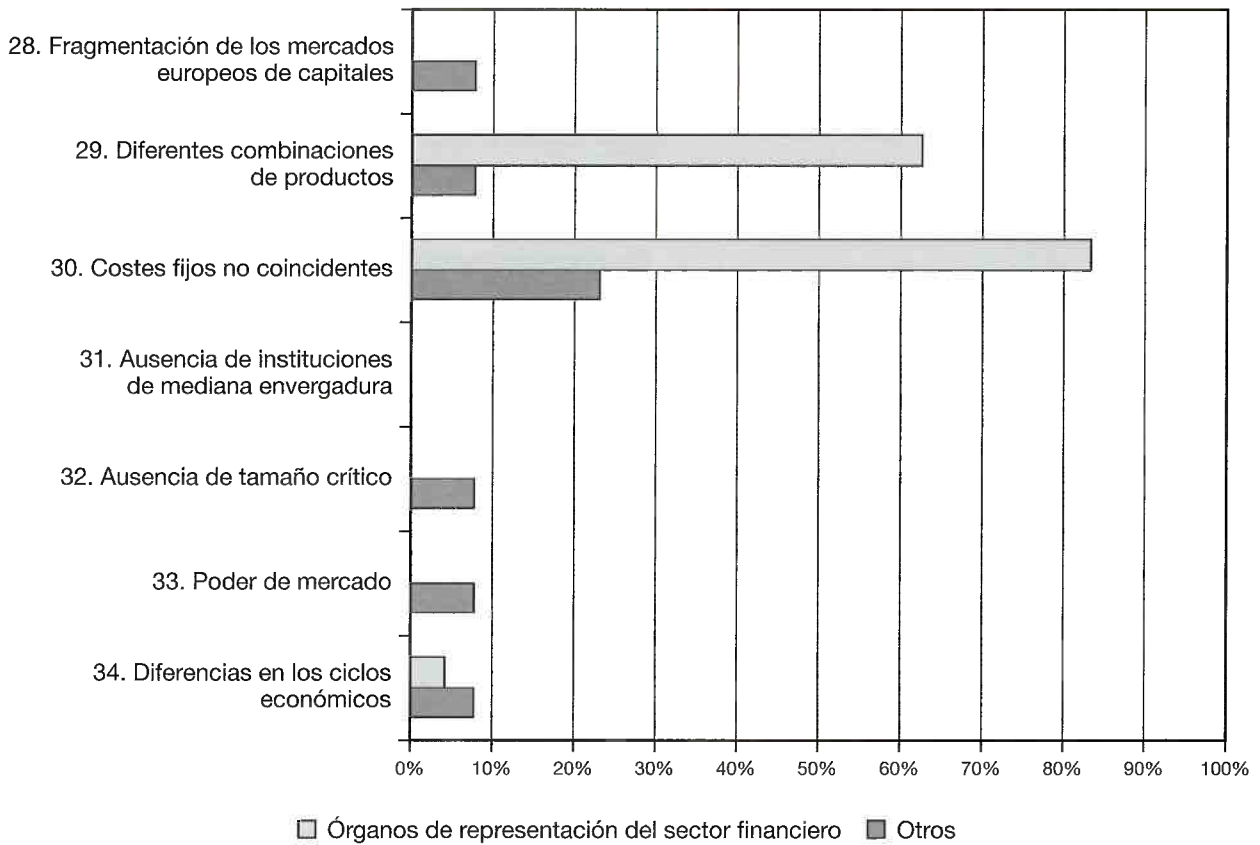
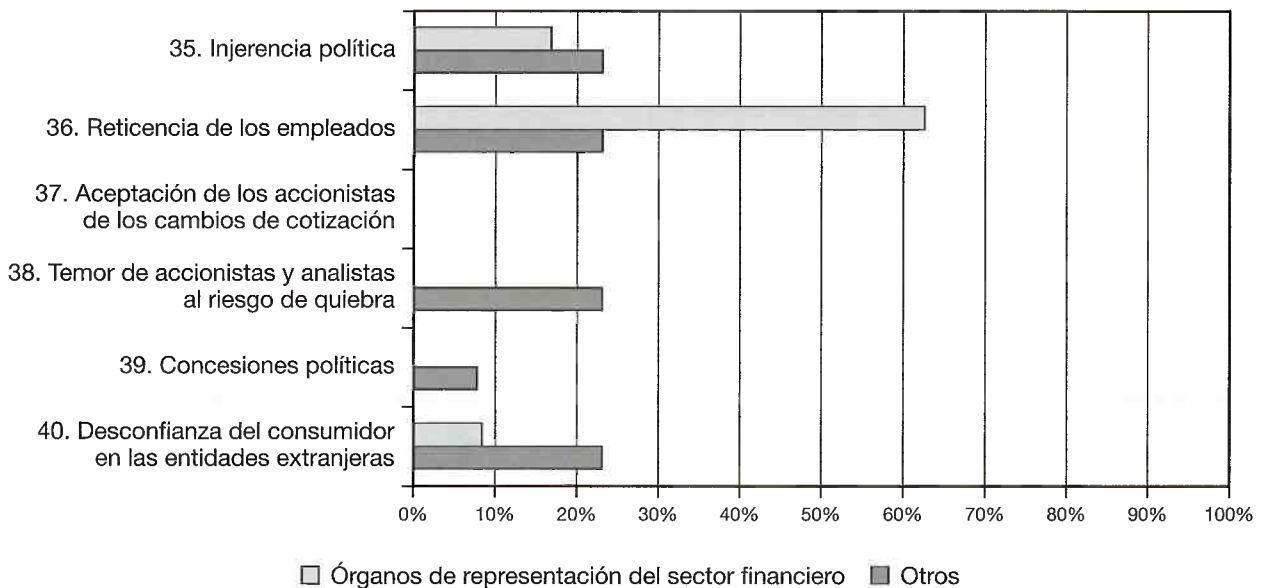


GRÁFICO D.5  
BARRERAS DE ACTITUD

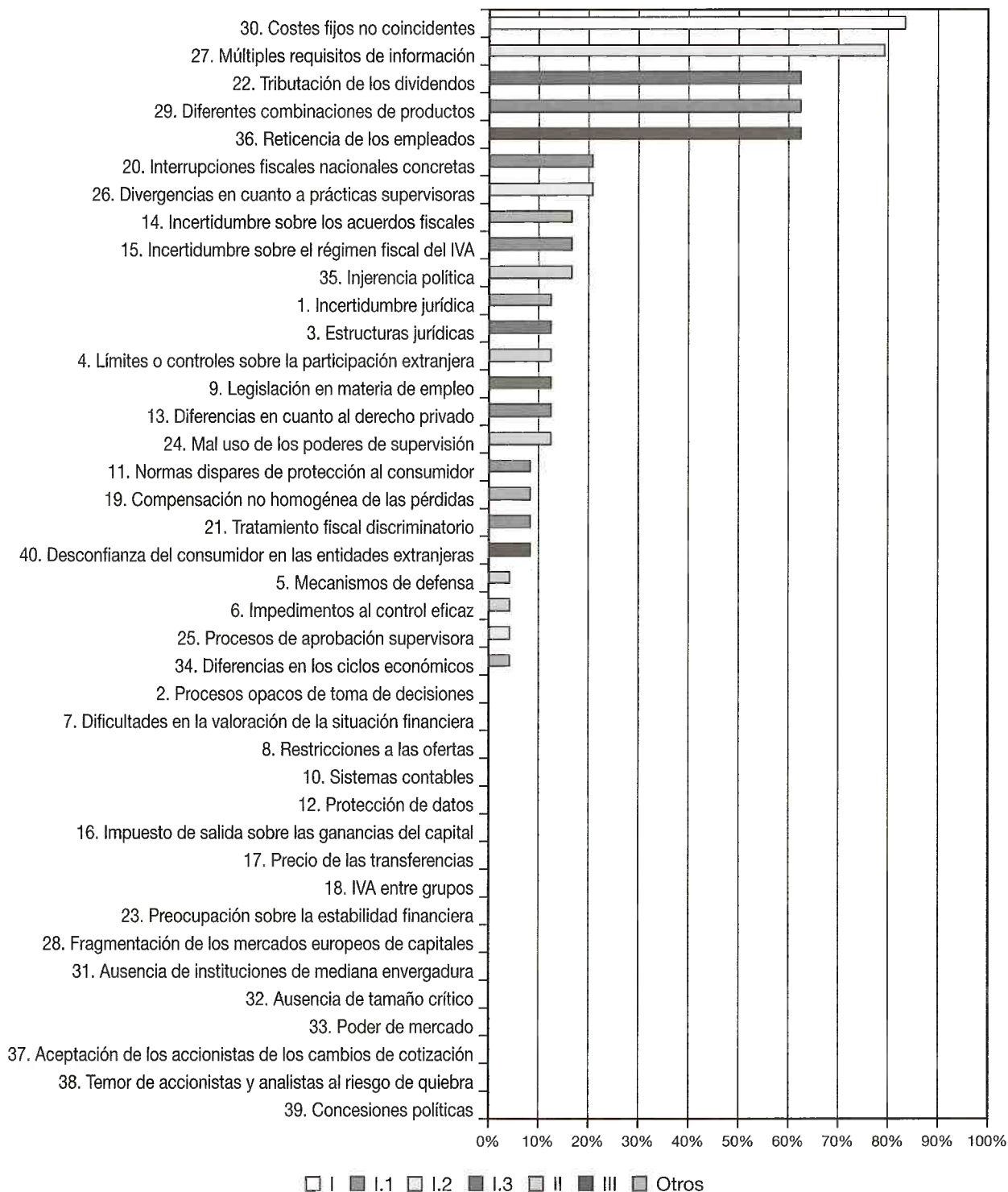


ANEJO E

RESPUESTAS A LA ENCUESTA POR INTERNET DE LOS ÓRGANOS DE REPRESENTACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO Y OTROS (CLASIFICADAS)

GRÁFICO E

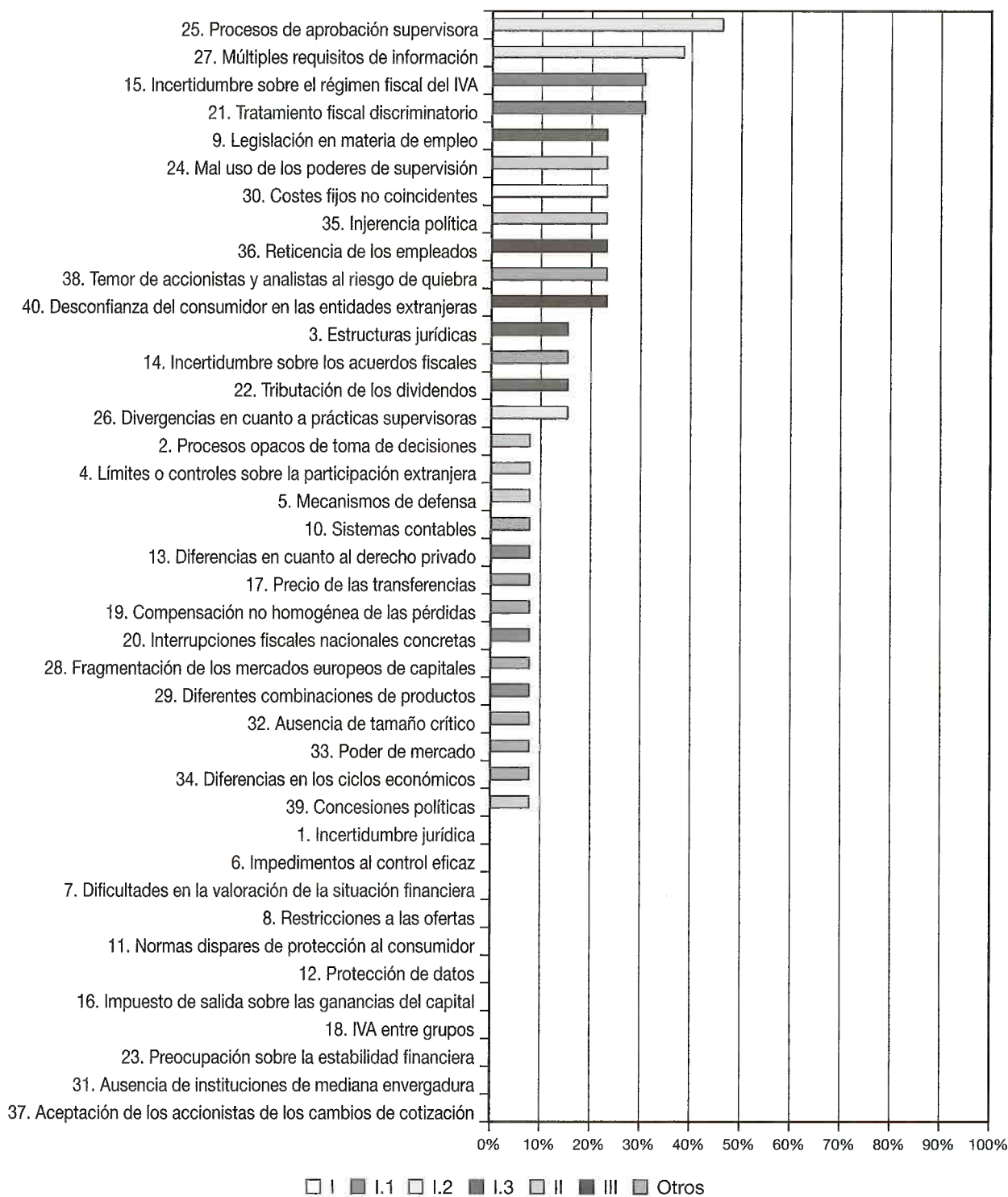
ÓRGANOS DE REPRESENTACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO



Nota: La agrupación de la leyenda se corresponde con la tabla de la página 24 del documento principal.

GRÁFICO E (continuación)

OTROS ENCUESTADOS



Nota: La agrupación de la leyenda se corresponde con la tabla de la página 24 del documento principal.





# Libro Blanco

## Política de los servicios financieros 2005-2010

### ÍNDICE

SINOPSIS: INTRODUCCIÓN/OBJETIVOS/LEITMOTIV .....	184
1. CONSOLIDACIÓN DINÁMICA DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS .....	185
2. LEGISLAR MEJOR .....	185
2.1. Consultas abiertas y transparentes.....	185
2.2. Evaluación de impacto .....	185
2.3. Aplicación y cumplimiento .....	186
2.4. Evaluación posterior.....	186
2.5. Simplificación, codificación y aclaración .....	187
2.6. Usuarios de servicios financieros: aportación, formación y vías de recurso .....	187
2.7. Reforzar la interacción con otras políticas.....	188
3. GARANTIZAR UNAS ESTRUCTURAS COMUNITARIAS ADECUADAS EN MATERIA DE REGULACIÓN Y CONTROL..	188
3.1. Aplicación eficaz del proceso Lamfalussy .....	188
3.2. Retos en términos de control .....	189
3.2.1. Clarificar el papel y las responsabilidades que incumben a las autoridades de control del Estado miembro de origen y del Estado miembro de acogida.....	189
3.2.2. Explorar la posibilidad de una delegación de tareas y responsabilidades entre las autoridades de control.	190
3.2.3. Algunas medidas concretas para mejorar la eficacia de la supervisión .....	190
3.2.4. Desarrollar una cultura de control paneuropea.....	190
4. ACTIVIDADES LEGISLATIVAS EN CURSO Y FUTURAS (2005-2010).....	190
4.1. Proyectos en curso .....	190
4.1.1. Banca minorista .....	190
4.1.2. Solvencia II .....	191
4.1.3. Examen de las participaciones cualificadas .....	191
4.1.4. Compensación y liquidación.....	191
4.2. Reflexiones en curso .....	191
4.2.1. Supresión de obstáculos injustificados a la consolidación transfronteriza .....	191
4.2.2. Directiva sobre el dinero electrónico.....	192
4.2.3. Sistemas de garantía de seguros.....	192
4.2.4. Convenio de La Haya sobre los valores.....	192
4.2.5. Instrumentos opcionales.....	192
4.3. Ámbitos en los que en este momento no se prevé proponer nueva legislación .....	192
4.4. Iniciativas futuras.....	192
4.4.1. Fondos de inversión.....	192
4.4.2. Servicios financieros al por menor: cuentas bancarias e intermediarios de crédito.....	193
5. LA DIMENSIÓN EXTERIOR.....	193
6. SEGUIMIENTO .....	194

## SINOPSIS

El presente documento describe las prioridades políticas de la Comisión Europea (Comisión) en el ámbito de los servicios financieros hasta 2010. Se adjunta una reseña de las tareas y actividades concretas previstas (anexo I).

La consulta sobre el Libro Verde (1) puso de manifiesto que estas prioridades políticas gozaban de un amplio respaldo. El presente Libro Blanco tiene en cuenta también los resultados del «Intercambio de opiniones» de 18 de julio de 2005 (2) y otras iniciativas paralelas, como el Informe sobre la integración financiera, redactado por el Comité de servicios financieros (3), las conclusiones del Consejo ECOFIN de 11 de octubre de 2005 y el Informe de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo sobre el estado actual de integración de los mercados financieros de la UE (4). Va acompañado de la evaluación de impacto correspondiente (véase el anexo II).

Los objetivos de la política de la Comisión en el ámbito de los servicios financieros para los próximos cinco años son los siguientes:

- *consolidación dinámica para conseguir un mercado financiero europeo integrado, abierto, inclusivo, competitivo y eficiente en términos económicos;*
- *supresión de las barreras económicamente significativas que persisten, para que la prestación de servicios financieros y la libre circulación de capitales en toda la UE puedan llevarse a cabo al menor coste posible (con niveles efectivos de reglamentación prudencial y normas de conducta que garanticen niveles elevados de estabilidad financiera, ventajas para los consumidores y protección de éstos últimos);*
- *aplicación, cumplimiento y evaluación continua del marco legislativo vigente y aplicación rigurosa del programa «legislar mejor» a cualquier futura iniciativa;*
- *mejora de la cooperación y la convergencia en materia de control en la UE, profundización de las relaciones con otros mercados financieros mundiales y refuerzo de la influencia europea en el mundo.*

La consolidación dinámica es el *leitmotiv* del enfoque de la Comisión, un enfoque práctico, ambicioso y que refleja el sentimiento de las partes interesadas.

(1) Libro verde sobre la política para los servicios financieros (2005-2010), publicado el 3 de mayo de 2005. Este Libro Verde sigue siendo un documento de referencia válido para las opciones políticas propuestas. Véase: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/green\\_es.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/docs/actionplan/index/green_es.pdf). Se recibieron más de 150 contribuciones durante esta consulta pública, que finalizó el 1 de agosto de 2005. Al mismo tiempo que el presente documento, se ha publicado un documento con las respuestas recibidas.

(2) Véase: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/docs/actionplan/infosession/results\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/docs/actionplan/infosession/results_en.pdf).

(3) Informe presentado a los Ministros de Hacienda de la UE el 2 de junio de 2004, difusión restringida.

(4) Véase: [http://www.europarl.eu.int/meetdocs/2004\\_2009/documents/PR/553/553131/55311es.pdf](http://www.europarl.eu.int/meetdocs/2004_2009/documents/PR/553/553131/55311es.pdf).

# LIBRO BLANCO SOBRE LA POLÍTICA DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS 2005-2010

## 1. CONSOLIDACIÓN DINÁMICA DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS

Los mercados financieros revisten una importancia crucial para el funcionamiento de las economías modernas. Cuanto más integrados estén, mayor será la eficacia de la asignación de recursos económicos y de los resultados económicos a largo plazo. La realización del mercado único de los servicios financieros constituye por tanto un elemento clave del proceso de reforma económica de Lisboa (5); y resulta esencial para la competitividad de la UE a escala mundial.

La integración de los mercados financieros europeos ha sido impulsada por el Plan de acción para los servicios financieros 1999-2005 (PASF). La validez de la filosofía central de este plan ha quedado demostrada: han mejorado los resultados del sector de los servicios financieros y han aumentado la liquidez, la competencia, la rentabilidad y la estabilidad financiera, pese a las numerosas turbulencias externas. Con la aplicación progresiva de las medidas del PASF durante los próximos años, estos resultados serán aún más positivos.

Pero los esfuerzos deben continuar. El sector de los servicios financieros de la UE encierra un considerable potencial inexplorado de crecimiento económico y empleo. Es urgente seguir mejorando la eficiencia de los mercados paneuropeos de productos de ahorro a largo plazo. Debe financiarse el enorme déficit de los sistemas de pensiones, principal reto económico estructural de la UE. El mercado interior de los servicios al por menor dista mucho de ser una realidad. Y para fomentar empresas nuevas e innovadoras y reforzar el crecimiento económico es indispensable un mercado de capital riesgo más eficaz (6).

Así pues, la consolidación de los progresos realizados, la finalización de las acciones en curso, el refuerzo de la cooperación y la convergencia en materia de control, y la eliminación de los últimos obstáculos económicamente significativos son los principales ejes de la política de la Comisión para los cinco próximos años.

## 2. LEGISLAR MEJOR

La Comisión aplicará la política más abierta, transparente y basada en datos objetivos que sea posible, ateniéndose a un doble compromiso: realizar consultas abiertas y evaluaciones de impacto, para garantizar la elaboración de normas adecuadas que aporten un valor añadido al sector de los servicios financieros y a los consumidores de la UE.

### 2.1. Consultas abiertas y transparentes

Las consultas abiertas (en particular con los grupos interesados) seguirán desempeñando un papel central y deberán organizarse obligatoriamente antes de que una legislación se considere necesaria. La Comisión seguirá publicando las respuestas a sus consultas, resúmenes prácticos y las explicaciones recibidas.

### 2.2. Evaluación de impacto

Toda nueva propuesta de la Comisión irá acompañada de una evaluación de impacto, en la que se examinará cada cuestión y se determinará la opción más conveniente. Se centrará en los costes y beneficios económicos, sociales y medioambientales en sentido amplio y, en su caso, en el impacto en la estabilidad financiera, el correcto funcionamiento de los mercados y la protección de los consumidores.

Siempre que sea posible, la metodología de evaluación se debatirá antes de la publicación con las partes interesadas pertinentes. Asimismo, la Comisión estudiará, caso por caso, si las medidas técnicas de ejecución (nivel 2) también deben ser objeto de una evaluación de impacto.

(5) «Acciones comunes para el crecimiento y el empleo: el programa comunitario sobre la estrategia de Lisboa», COM (2005) 330 final, de 20.7.2005. Véase: [http://europa.eu.int/growthandjobs/pdf/COM\\_2005\\_330\\_es.pdf](http://europa.eu.int/growthandjobs/pdf/COM_2005_330_es.pdf) y «Trabajando juntos por el crecimiento y el empleo. Próximas etapas de la aplicación de la estrategia de Lisboa revisada», SEC (2005) 622/2, de 29.4.2005. Véase: [http://europa.eu.int/growthandjobs/pdf/SEC\\_2005\\_622\\_en.pdf](http://europa.eu.int/growthandjobs/pdf/SEC_2005_622_en.pdf).

(6) Aunque no pertenece al ámbito del presente Libro Blanco, la determinación de las prioridades para nuevas iniciativas en materia de capital riesgo reviste una importancia crucial y constituirá una prioridad principal de la Comisión para los próximos cinco años.

Por otro lado, la Comisión espera que el Parlamento Europeo y el Consejo cumplan su compromiso de mejorar la calidad de la legislación comunitaria presentando evaluaciones de impacto cuando propongan enmiendas importantes a las propuestas de la Comisión (7). Hasta ahora, este compromiso no se ha llevado a la práctica, y constituye el punto débil del proceso «legislar mejor» (8).

### 2.3. Aplicación y cumplimiento

Desgraciadamente, el índice de transposición de la legislación comunitaria por los Estados miembros en los plazos convenidos es escaso (9). Los Estados miembros deben demostrar un compromiso real y proceder a una aplicación correcta dentro de los plazos. Los mecanismos de control del cumplimiento deben reforzarse y coordinarse en todos los Estados miembros. Esta responsabilidad compartida constituye un reto importante para la UE-25, habida cuenta de las nuevas ampliaciones que se preparan.

La Comisión cooperará activamente con los Estados miembros para seguir los progresos, garantizar una aplicación correcta y evitar la adopción de disposiciones superfluas («sobre-regulación»). Actualizará regularmente su matriz de transposición PASF e instalará enlaces con los textos de aplicación de los Estados miembros. El estado general de la transposición se incluirá también en el Informe anual de evolución de los servicios financieros (10).

Los talleres de transposición organizados entre Estados miembros y reguladores europeos seguirán constituyendo un foro donde alcanzar un consenso sobre la aplicación de determinadas disposiciones legales comunitarias y solucionar a priori los posibles problemas. La Comisión publicará notas de síntesis sobre estos talleres y, si es preciso, orientaciones interpretativas suplementarias.

Estas medidas prácticas facilitarán un seguimiento efectivo. En caso de aplicación incorrecta, la Comisión incoará sin demora un procedimiento de infracción. Las partes interesadas han hecho hincapié en la necesidad de disponer de plazos de transposición suficientes. La Comisión está de acuerdo. No obstante, conforme vayan evolucionando las medidas de nivel 2, el trabajo de transposición a nivel legislativo y a nivel de aplicación técnica (niveles 1 y 2) debería avanzar en paralelo, en la medida de lo posible.

### 2.4. Evaluación posterior

Una cuestión fundamental es averiguar si las normas alcanzan efectivamente su objetivo. La Comisión examinará cada año el estado general de la integración financiera en su Informe de seguimiento de la integración financiera (11). El Grupo interinstitucional de seguimiento (12) aportará su contribución evaluando el proceso Lamfalussy en todos los sectores de los servicios financieros (13).

La evaluación posterior del PASF y de toda nueva medida legislativa constituye una prioridad principal de la Comisión para los próximos cinco años. Para 2009, la Comisión se comprometerá a haber finalizado una evaluación económica y jurídica completa de todas las medidas del PASF (14). Durante 2007-2008 se pondrá en marcha un estudio (15). Se organizarán evaluaciones de las principales medidas aproximadamente cuatro años después del término de su plazo de aplicación.

Si, con el tiempo, tras una evaluación y un análisis en profundidad se observara que algún texto jurídico no ha dado buenos resultados, se modificará o derogará en el marco del procedimiento legislativo (16).

(7) Véase el Acuerdo Interinstitucional «Legislar mejor» (DO C 321 de 31.12.2003, p. 1) y las conclusiones del Consejo de Competitividad sobre el proceso «legislar mejor» (9501/05).

(8) Hasta ahora, la Comisión ha previsto casi 80 evaluaciones de impacto, mientras que el Parlamento y el Consejo sólo han realizado una. No se ha llevado a cabo ninguna evaluación de impacto de las iniciativas legislativas de los Estados miembros en el ámbito de la justicia y los asuntos de interior.

(9) Véase: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/actionplan](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan).

(10) El próximo informe de evolución está previsto para enero de 2006.

(11) Véase: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/cross-sector/index\\_en.htm#monitor](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/cross-sector/index_en.htm#monitor).

(12) Véase: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/cross-sector/index\\_en.htm#interinstitutional](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/cross-sector/index_en.htm#interinstitutional).

(13) El proceso Lamfalussy se aplica en los sectores de la banca, los seguros y las pensiones de jubilación, los valores mobiliarios y los OICVM; en principio, no cubre cuestiones horizontales como la gobernanza empresarial, la auditoría y la contabilidad, salvo iniciativas en estos ámbitos que se refieran específicamente a los servicios financieros.

(14) Excepto las medidas cuyo plazo de aplicación es posterior a 2005.

(15) La Comisión tiene previsto organizar un taller con expertos económicos en otoño de 2006 con el fin de preparar este trabajo.

(16) La consulta sobre el Libro Verde no puso de relieve textos susceptibles de derogarse inmediatamente.

## 2.5. Simplificación, codificación y aclaración

Las medidas comunitarias y nacionales de aplicación de la legislación relativa a los servicios financieros deben funcionar como un cuerpo legislativo único y coherente. Aunque la Comisión ha intentado que la legislación en el ámbito del PASF sea lo más sencilla y coherente posible, todavía es susceptible de mejora. Por lo tanto, la Comisión procederá a controles de coherencia sectoriales e intersectoriales, con el fin de garantizar en la legislación pertinente la coherencia de la terminología y los efectos. Para apreciar el grado de coherencia jurídica, será necesario estudiar los enfoques adoptados por los Estados miembros, con el fin de comprender mejor cómo se aplica en la práctica la legislación comunitaria y de garantizar efectivamente el nivel de coherencia jurídica que precisan los mercados. El punto de partida natural de este ejercicio será el Derecho comunitario, pero sin perder de vista su transposición y su aplicación a nivel nacional.

El trabajo de la Comisión, que constituirá una iniciativa plurianual, se iniciará con las siguientes etapas prácticas:

- Se facilitará el acceso al Derecho comunitario mediante la reagrupación en Internet (17) de los instrumentos comunitarios pertinentes en una forma que convenga a la vez a los especialistas y a los ciudadanos en general.
- El primer *control de coherencia sectorial* se efectuará en el ámbito de los valores mobiliarios. Se constituirá un grupo de profesionales y expertos del mercado para asistir a la Comisión en el análisis de los principales problemas. Ya está en marcha un ejercicio de este tipo con el grupo «Seguridad jurídica» de la Comisión, en relación con los derechos y transferencias transfronterizas de valores.
- Actualmente, la variedad y el volumen de información que debe facilitarse a los usuarios pueden ser fuente de confusión tanto para éstos como para los prestadores de servicios. En 2008 se emprenderá un extenso estudio para *detectar posibles incoherencias y apreciar la idoneidad de los requisitos de información previstos en las normas comunitarias en vigor*.
- Esta inseguridad es especialmente aguda en el ámbito de las *inversiones colectivas*, en el que se aplican normas tanto sectoriales como transversales en paralelo con normas locales residuales en materia de publicidad. Según la información transmitida por el sector, esta situación está obstaculizando la comercialización transfronteriza efectiva de fondos de inversión. Asimismo, genera incertidumbre sobre la responsabilidad del promotor o distribuidor del fondo al vender o prestar servicios a los inversores. Con el fin de clarificar algunas de estas cuestiones, la Comisión publicará una comunicación/recomendación en el transcurso de 2006. Este trabajo puede servir de base para trabajos comparables en otros ámbitos.
- En el marco del proyecto Solvencia II en el sector de los seguros, está actualmente en curso un *importante ejercicio de codificación*. Sin renegociar el acervo actual, dieciséis directivas sobre seguros se integrarán en una única directiva. Este ejercicio podría servir de ejemplo para iniciativas de codificación similares en otros ámbitos de los servicios financieros.
- Además, cada vez que se observe una aplicación *incorrecta* del Derecho comunitario, la Comisión adoptará las medidas adecuadas, en particular el recurso al *procedimiento de infracción*, con el fin de garantizar la existencia de un régimen reglamentario coherente y eficaz en toda la Unión Europea.

## 2.6. Usuarios de servicios financieros: aportación, formación y vías de recurso

El foro FIN-USE de usuarios de servicios financieros desempeña un papel sumamente importante al aportar la perspectiva de los usuarios al desarrollo de la política comunitaria (18). Además, la Comisión garantizará una representación proporcional de los usuarios en todos los futuros grupos consultivos.

A medida que el sector público deja de financiar progresivamente algunos aspectos de los sistemas sociales, es necesario aumentar la sensibilización de los ciudadanos sobre cuestiones financieras y fomentar su implicación directa en este ámbito. Para reforzar la demanda y favorecer decisiones de inversión acertadas, por ejemplo en el caso de las pensiones, es esencial mejorar la transparencia y la comparabilidad de los productos financieros y ayudar a los consumidores a comprenderlos. Aunque la educación de los consumidores incumbe en primer lugar a los Estados miembros, la Comisión puede promover no sólo un intercambio comunitario de puntos de vista sobre formación, conocimientos de los consumidores y mejores prácticas en materia financiera, sino también facilitar la realización de proyectos comunes. La Comisión prevé organizar una conferencia sobre este tema a principios de 2007.

(17) Con enlaces a la legislación nacional de aplicación. Véase el apartado 2.3.

(18) Véase: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances-retail/finuse\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances-retail/finuse_en.htm).

Además, con el fin de dar a conocer a los consumidores la evolución de los servicios financieros, la Comisión se propone publicar un boletín periódico en el que expondrá los aspectos más importantes de sus trabajos en curso para los usuarios/consumidores. Se propone también crear un grupo permanente de representantes de los consumidores de toda Europa, en el seno del cual se examinarán las cuestiones relativas a los servicios financieros que revistan un interés particular para los consumidores. Continuarán los contactos regulares con UNI-EUROPA, que representa a los trabajadores del sector de los servicios financieros.

FIN-NET (19) desempeña un papel importante al ofrecer a los usuarios y consumidores un fácil acceso a los procedimientos de resolución extrajudicial de litigios transfronterizos en el sector de los servicios financieros (20). La Comisión está analizando el papel de FIN-NET con el fin de optimizar su eficacia. Procederá también a un estudio de las vías de recurso nacionales en el ámbito de los servicios financieros con el fin de detectar posibles lagunas.

## 2.7. Reforzar la interacción con otras políticas

Resulta esencial explotar plenamente las posibles sinergias entre la política de los servicios financieros y otras políticas. Durante los próximos cinco años, se reforzará la cooperación con otros ámbitos, en particular la competencia [estudios sectoriales (21)], la política de los consumidores [protección de los consumidores, Derecho contractual (22)] y la fiscalidad.

Una encuesta reciente de la Comisión sobre los obstáculos a las concentraciones transfronterizas (23) en Europa ha revelado que la inseguridad de las normas fiscales y su carácter discriminatorio, y en particular el IVA vinculado a las reestructuraciones (24), constituyen un obstáculo importante a la integración de los servicios financieros. La Comisión, tras celebrar amplias consultas con todas las partes interesadas, se propone presentar una propuesta legislativa destinada a adaptar las normas en materia de IVA en los servicios financieros a la evolución del mercado financiero único (25). El estudio también destacó otros ámbitos en los que la Comisión podría actuar (26).

## 3. GARANTIZAR UNAS ESTRUCTURAS COMUNITARIAS ADECUADAS EN MATERIA DE REGULACIÓN Y CONTROL

### 3.1. Aplicación eficaz del proceso Lamfalussy

La integración de los mercados financieros europeos se acelera. Aunque algunas actividades minoristas mantendrán su carácter local, las empresas tienden cada vez más a buscar economías de escala a nivel europeo, pese a conservar a menudo una presencia física local: mediante la centralización de sus funciones de gestión de riesgos y administrativas, fusiones transfronterizas e Internet. Las estructuras reguladoras y de control de la Unión Europea deben adaptarse en consecuencia —y reducirse los costes reglamentarios en la medida de lo posible. El enfoque comunitario en materia de regulación y control de los servicios financieros se basa actualmente en los cuatro niveles del proceso Lamfalussy (27). Este proceso goza de un amplio respaldo y se considera adecuado. El proceso de toma de decisiones y los mecanismos de control son mucho más eficaces y flexibles.

*Básicamente, la Comisión se propone seguir apoyando este proceso y desarrollarlo durante los próximos cinco años con el fin de explotar todo su potencial. Los principales aspectos de la política reguladora son los siguientes:*

1) El debate sobre la reforma de la comitología reviste especial importancia.

2) Mejorar el conjunto del proceso en términos de responsabilidad y transparencia, en particular ante el Parlamento Europeo y el Consejo, teniendo en cuenta los límites institucionales definidos y el hecho de que los comités de las autoridades nacionales de control son organismos consultivos de la Comisión.

(19) Véase: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finservices-retail/finnet/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finservices-retail/finnet/index_en.htm).

(20) El número de asuntos va en aumento (335 en 2001; 601 en 2002; y 796 en 2003).

(21) El 13 de junio de 2005, la Comisión decidió iniciar investigaciones en dos sectores de los servicios financieros: la banca minorista y los seguros. Estas investigaciones tendrán por objeto establecer si la competencia (y en particular la competencia transfronteriza) funciona plenamente en estos sectores.

(22) La Comisión elabora actualmente un marco de referencia común como instrumento para mejorar la coherencia del Derecho contractual europeo.

(23) Véase: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/docs/cross-sector/mergers/cross-border-consolidation\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/docs/cross-sector/mergers/cross-border-consolidation_en.pdf).

(24) Véase: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/docs/cross-sector/mergers/survey-results\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/docs/cross-sector/mergers/survey-results_en.pdf), en el apartado B.1.2 «Tax Barriers».

(25) Comunicación titulada «Contribución de las políticas fiscal y aduanera a la estrategia de Lisboa».

(26) En el ámbito de los fondos de inversión, el tratamiento de las fusiones transfronterizas como «hecho imponible» constituye el principal obstáculo en el camino de racionalización de este sector europeo superpoblado.

(27) Véase: <http://europa.eu.int/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/02/195&format=HTML&aged=1&language=en&guiLanguage=en>.

3) Desarrollar la cooperación intersectorial en materia de regulación en un número creciente de cuestiones financieras intersectoriales.

4) Velar por que cada uno de los cuatro niveles del proceso Lamfalussy respete el programa «legislar mejor», de modo que se garantice una producción legislativa de calidad, su aplicación coherente y su cumplimiento. A pesar del positivo trabajo que los comités del nivel 3 llevan a cabo con medios limitados, la Comisión considera que su labor, que puede generar costes reglamentarios adicionales importantes, mejoraría si estuviera sometida a controles suplementarios, en términos de impacto y proporcionalidad, por parte de un grupo de expertos economistas.

5) Cuando sea posible, trabajar con nuestros principales socios con vistas a una convergencia mundial de las normas.

### 3.2. Retos en términos de control

Las obligaciones de cooperación e intercambio de información entre las autoridades de control deben reforzarse. Conviene también garantizar la cooperación en situaciones de crisis.

Algunos de los retos que se plantean para los próximos cinco años son los siguientes:

1) La necesidad de *clarificar y optimizar las responsabilidades que incumben al Estado miembro de origen y al Estado miembro de acogida*, a medida que se acelera la integración, y de tener en cuenta los efectos colaterales (3.2.1).

2) La necesidad de explorar la posibilidad de una *delegación de tareas y responsabilidades*, velando al mismo tiempo por que las autoridades de control dispongan de la información y la confianza mutua necesarias (3.2.2).

3) La necesidad de *mejorar la eficacia del control* evitando la duplicación de los requisitos de información y presentación de informes (3.2.3).

4) La necesidad de *garantizar una cooperación más coherente y oportuna* y de desarrollar una verdadera cultura de control a nivel paneuropeo (3.2.4).

#### 3.2.1. *Clarificar el papel y las responsabilidades que incumben a las autoridades de control del Estado miembro de origen y del Estado miembro de acogida*

El principio del reparto de competencias entre el Estado miembro de origen y el Estado miembro de acogida, apoyado por el reconocimiento mutuo, y la supervisión consolidada constituyen el núcleo del sistema comunitario de supervisión. Los efectos colaterales potenciales requieren un tratamiento eficaz —por ejemplo, en caso de quiebra de un grupo que opera sobre una base paneuropea o de una institución importante desde un punto de vista sistémico que opera en un Estado miembro mientras que la responsabilidad de su supervisión consolidada recae en otro Estado miembro (28).

Cualquier modificación de las estructuras europeas de supervisión prudencial con respecto a las estructuras existentes plantea espinosas cuestiones de responsabilidad política y financiera, en particular cuando existe la posibilidad de recurrir al erario público. La Comisión es partidaria de adoptar un enfoque evolutivo, que permita dar respuesta a problemas reales, busque un equilibrio adecuado entre mecanismos de control más eficaces y consolidados y garantice la estabilidad financiera del conjunto de la Unión Europea.

Por su parte, los sistemas de garantía de depósitos desempeñan un papel importante en la protección de los consumidores. Es necesario seguir trabajando para garantizar que los sistemas existentes funcionen con eficacia sobre una base transfronteriza y sean compatibles con otros dispositivos, como las disposiciones relativas al prestamista de última instancia y la responsabilidad de la financiación en caso de crisis financiera. La Comisión examinará las principales cuestiones conexas que se plantean y presentará una propuesta a este respecto en 2006.

(28) La Comisión emprenderá un estudio sobre la gestión de la liquidez en los bancos y los requisitos cautelares de los Estados miembros.



### 3.2.2. Explorar la posibilidad de una delegación de tareas y responsabilidades entre las autoridades de control

La legislación bancaria ya ofrece a las autoridades de control la posibilidad de delegar toda la responsabilidad de control de una filial en las autoridades de control de la sociedad matriz. No obstante, esta posibilidad todavía no se ha puesto en práctica. Del mismo modo, la legislación sobre valores mobiliarios, en particular la relativa a los abusos del mercado y los folletos, prevé la transferencia de algunas funciones entre reguladores. Sin embargo, es posible hacer algo más para mejorar la eficacia del intercambio de información y el ejercicio de estas funciones (29).

Podría recurrirse a mecanismos de mediación para conseguir una resolución rápida y eficaz de los litigios transfronterizos sencillos que se plantean a diario entre las autoridades de control. Se reforzaría así la convergencia de las prácticas de supervisión (30).

### 3.2.3. Algunas medidas concretas para mejorar la eficacia de la supervisión

Los múltiples requisitos de información exponen a los grupos transfronterizos a costes superfluos. Conviene por tanto instaurar requisitos comunes simplificados, sin «añadidos» a nivel nacional. Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), la Directiva sobre los mercados de instrumentos financieros (MiFID) y el desarrollo de nuevas normas cautelares para los sectores de la banca y los seguros brindan una ocasión única de racionalizar los formatos de presentación de la información.

La Comisión considera que ha llegado el momento de trabajar en la instauración de requisitos verdaderamente comunes en materia de datos y presentación de informes y, en su caso, de bases de datos comunes sobre supervisión. Los comités de nivel 3 deberían acometer con seriedad la tarea de elaborar plantillas simplificadas para la presentación de datos e informes, basadas en un auténtico intercambio de información entre las autoridades nacionales de control. La Comisión prevé obtener los beneficios de estas importantes mejoras de eficacia de aquí a 2008. A partir de 2009, todos los bancos, compañías de seguros y grandes sociedades de inversión de la Unión Europea deberían poder cumplir sus obligaciones de información mediante el envío de un único dossier completo a las autoridades responsables de la supervisión consolidada.

### 3.2.4. Desarrollar una cultura de control paneuropea

Para establecer prácticas decisorias y de control comunes, en particular en el caso de los grupos multinacionales o pluri-sectoriales, convendría desarrollar, en los próximos cinco años, un programa ambicioso de inspecciones conjuntas, evaluaciones *inter pares* (31) y medidas prácticas, como intercambios de personal, sesiones de formación comunes entre autoridades de control e intercambios de información y conocimientos técnicos.

## 4. ACTIVIDADES LEGISLATIVAS EN CURSO Y FUTURAS (2005-2010)

### 4.1. Proyectos en curso

#### 4.1.1. Banca minorista

Están en curso tres importantes iniciativas en este sector:

- En el ámbito del crédito hipotecario, se publicará en 2006 un Libro Blanco para anunciar las iniciativas que se juzgan necesarias y se justifiquen desde el punto de vista económico, con el fin de integrar el mercado del crédito hipotecario de la UE.
- En materia de crédito al consumo, la propuesta modificada de Directiva que se publicó el 10 de octubre de 2005 tiene por objeto crear un auténtico mercado interior del crédito al consumo y mejorar la protección de los consumidores (32).

(29) En 2007 se organizará una conferencia sobre la convergencia de las prácticas de supervisión en el sector bancario.

(30) Estos mecanismos deberán funcionar voluntariamente y basarse en el principio común de obligación de cooperar. Además, deberán respetarse los requisitos de confidencialidad y los límites del marco institucional europeo.

(31) Estas evaluaciones podrían publicarse.

(32) Véase: [http://europa.eu.int/comm/consumers/cons\\_int/fina\\_serv/cons\\_directive/2ndproposal\\_es.pdf](http://europa.eu.int/comm/consumers/cons_int/fina_serv/cons_directive/2ndproposal_es.pdf).

- La propuesta de Directiva relativa a los servicios de pago reforzará la competencia y clarificará las normas relativas a los derechos y obligaciones de los usuarios y prestadores de estos servicios. Esta iniciativa favorecerá y apoyará los esfuerzos emprendidos por el sector para establecer una zona única de pago (*Single Euro Payment Area*, SEPA) de aquí a 2010. Para 2007, la Comisión examinará si se necesitan medidas suplementarias para culminar con éxito la implantación de la SEPA en los plazos previstos.

#### 4.1.2. *Solvencia II*

El objetivo del proyecto Solvencia II es revisar la normativa y la supervisión a nivel comunitario en el sector de los seguros. Para determinar los requisitos de solvencia de las entidades de seguros se introducirán cálculos basados en el riesgo. Se mejorará la armonización del cálculo de los pasivos por seguros (provisiones técnicas), y se fomentará al mismo tiempo la convergencia de las prácticas de supervisión.

Este proyecto, que goza de un amplio respaldo, está estrechamente vinculado a las novedades internacionales en los ámbitos de la contabilidad, la supervisión y la ciencia actuarial y tendrá en cuenta los importantes cambios registrados en el ámbito bancario en el marco de Basilea II.

La Comisión se propone presentar su propuesta en forma de texto único a mediados de 2007. La estructura se completará después con medidas de nivel 2 adoptadas con arreglo al procedimiento de comitología.

#### 4.1.3. *Examen de las participaciones cualificadas*

Las autoridades de control pueden bloquear potenciales inversiones, fusiones y adquisiciones en los sectores financieros. Existe una clara demanda en favor de una mayor claridad, transparencia e información sobre la forma en que estas autoridades examinan las participaciones cualificadas. La Comisión y los comités de supervisión (CSBE y CESSPJ) han emprendido ya sus trabajos para modificar el artículo 16 de la Directiva Bancaria y el artículo 15 de la Directiva «Seguros» y para definir criterios cautelares comunes. En el ámbito bancario, se prevé presentar una propuesta a mediados de 2006; en cuanto a los seguros, los trabajos se llevarán a cabo en el marco del ejercicio Solvencia II.

#### 4.1.4. *Compensación y liquidación*

Las infraestructuras transfronterizas de compensación y liquidación tienen un coste mucho más elevado que las nacionales, mientras que su grado de seguridad y eficacia es menor. Este elevado coste de las operaciones transfronterizas obedece a la existencia de una serie de obstáculos técnicos, jurídicos y fiscales (33). Tampoco existe en este ámbito un marco reglamentario comunitario.

En su Comunicación de 2004, la Comisión planteaba que una directiva marco podría ser indispensable para que las operaciones transfronterizas de compensación y liquidación sean eficaces, seguras y poco costosas. Para calibrar esta posibilidad, la Comisión procede actualmente a intensas consultas y a una evaluación de impacto. En cuanto finalice este proceso, la Comisión, después de haber tenido en cuenta cualquier nueva circunstancia del mercado, decidirá en el transcurso de 2006 sobre el camino a seguir y, en particular, sobre la oportunidad de presentar una propuesta formal.

## 4.2. Reflexiones en curso

### 4.2.1. *Supresión de obstáculos injustificados a la consolidación transfronteriza*

La Comisión ha identificado y examinado los obstáculos potenciales a la inversión transfronteriza y a la racionalización económica en Europa (34). Asimismo, ha evaluado el respeto de los derechos conferidos por el Tratado en materia de libre circulación de capitales (35). La eliminación de los obstáculos injustificados, o como mínimo su reducción, reforzaría la competitividad de los sectores financieros y de la economía en general, estimulando al mismo tiempo el crecimiento y la creación de empleo. En 2006 se pondrán en marcha algunas acciones de seguimiento (véase también 4.1.3).

(33) Los denominados obstáculos Giovannini. La Comisión proseguirá su trabajo de desmantelamiento de estos obstáculos que dificultan la compensación y la liquidación transfronterizas, con la asistencia de distintos grupos (CESAME, FISCO).

(34) Véase: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/finances/cross-sector/index\\_en.htm#obstacles](http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/cross-sector/index_en.htm#obstacles) y apartado 2.7.

(35) Véase: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/capital/docs/communication\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/capital/docs/communication_en.pdf).

#### 4.2.2. Directiva sobre el dinero electrónico

Se está procediendo a evaluar esta Directiva, y hay indicios de que no garantiza un grado de seguridad jurídica suficiente y de que podría haber frenado la evolución del mercado. En la primavera de 2006 se publicará un informe acompañado de las recomendaciones oportunas.

#### 4.2.3. Sistemas de garantía de seguros

La Comisión decidirá en 2006 sobre la oportunidad de presentar una propuesta en este ámbito.

#### 4.2.4. Convenio de La Haya sobre los valores

La evaluación jurídica de algunos aspectos del Convenio de La Haya sobre los valores (36), solicitada por el Consejo, ayudará a éste a decidir si acepta la propuesta actual de la Comisión relativa a la firma.

#### 4.2.5. Instrumentos opcionales

La consulta ha puesto de manifiesto la existencia de un escepticismo general por lo que se refiere a la utilidad y la viabilidad de los instrumentos opcionales («26º régimen») en el sector de los servicios financieros. Sus promotores deben explicar con más detalle sus ideas, así como la viabilidad jurídica y práctica y las ventajas de estos instrumentos opcionales. La Comisión mantiene una actitud abierta (37), aunque sigue sin estar convencida de que estos instrumentos opcionales puedan aportar ventajas significativas a los participantes en el mercado.

### 4.3. Ámbitos en los que en este momento no se prevé proponer nueva legislación

Los principales ámbitos son los siguientes: *agencias de calificación; analistas financieros*; medidas de nivel 2 para la *Directiva «Ofertas públicas de adquisición»* sobre los requisitos del documento de oferta. La Comisión considera que, por el momento, las exigencias reglamentarias existentes (o aquellas en curso de adopción, como las medidas de nivel 2 de la MiFID) son suficientes y que, en estos ámbitos, los Estados miembros y la autorregulación por los participantes en el mercado son las mejores vías para dar respuestas suplementarias adecuadas a la evolución de los mercados.

### 4.4. Iniciativas futuras

La Comisión ha identificado dos ámbitos en los que unas iniciativas cuidadosamente enfocadas, basadas en elementos objetivos, podrían reportar beneficios a la economía europea: los fondos de inversión y los servicios financieros al por menor. El trabajo en estos ámbitos se hará con un planteamiento ascendente, de forma consultiva y al hilo del mercado, teniendo en cuenta la interacción entre la legislación en vigor y las nuevas iniciativas.

#### 4.4.1. Fondos de inversión

El entorno normativo de la UE deberá permitir al sector de los fondos, que actualmente administra más de 5 billones de euros de activos, desarrollar productos de inversión colectiva sólidamente estructurados y bien gestionados, capaces de ofrecer a los inversores el máximo rendimiento posible, y adaptados a su capacidad financiera y al nivel de riesgo que estén dispuestos a asumir, facilitándoles al mismo tiempo toda la información necesaria para poder evaluar riesgos y costes.

Los trabajos destinados a garantizar una aplicación homogénea de la legislación sobre los OICVM están muy avanzados, en particular por lo que se refiere a facilitar la utilización de un pasaporte OICVM, aclarar los límites de inversión y conseguir una transposición más homogénea de la legislación OICVM en vigor.

(36) Convenio multilateral relativo a los conflictos de leyes en relación con los valores depositados en un intermediario.

(37) En su Comunicación de octubre de 2004 titulada «Derecho contractual europeo y revisión del acervo», la Comisión anunció su intención de realizar una evaluación del impacto de los instrumentos opcionales.

El Libro Verde de la Comisión de julio de 2005 sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión evalúa el marco actualmente aplicable a los OICVM (38) a la luz de la evolución actual del sector de los fondos.

Las respuestas al Libro Verde (39) y los trabajos en curso proporcionarán a la Comisión los elementos necesarios para forjarse una opinión clara y realista del contenido y la forma de sus posibles iniciativas futuras. La Comisión expondrá entonces sus ideas en un Libro Blanco que se publicará en el segundo semestre de 2006.

#### 4.4.2. *Servicios financieros al por menor: cuentas bancarias e intermediarios de crédito*

Es indispensable adoptar nuevas medidas para abrir los mercados de servicios financieros al por menor, todavía demasiado fragmentados. La Comisión seguirá un enfoque específico y consultivo, implicando a todos los participantes en el mercado en todas las etapas de la elaboración de su política. La Comisión considera que los ámbitos siguientes merecen un examen más profundo: El acceso a una *cuenta bancaria* es el punto de entrada de la mayoría de los consumidores a los mercados y servicios financieros y reviste una importancia creciente en términos de participación de los ciudadanos en el mercado y en la sociedad, especialmente en el contexto de los pagos electrónicos dentro de un espacio único de pagos. Deben suprimirse los obstáculos injustificados asociados a todos los tipos de cuentas bancarias (cuentas corrientes, de ahorro, de valores) (40), ampliarse el abanico de opciones para los consumidores y reforzarse la competencia entre prestadores de servicios.

La Comisión va a crear un grupo de expertos, compuesto por representantes del sector y de los usuarios, para identificar los problemas existentes relacionados con la movilidad de los usuarios (por ejemplo, apertura transfronteriza de cuentas —también en línea—, gastos de cancelación de cuentas y transferencias entre bancos) y examinar la utilidad de una cuenta bancaria estándar opcional. Las conclusiones de este grupo de expertos deberían estar disponibles a principios de 2007. La Comisión evaluará si existen argumentos económicos en favor de la adopción de iniciativas basándose en las investigaciones en curso en el ámbito de la competencia (41). Sin perjuicio de los resultados del proceso legislativo de la Directiva relativa al crédito al consumo, la Comisión considera que debe estudiarse más a fondo el sector de los *intermediarios de crédito*. La Comisión emprenderá un estudio, que estará disponible en 2008, con el fin de reunir información sobre las normas nacionales aplicables e identificar los posibles problemas que se derivan de la divergencia o el solapamiento de normas. Se tendrá en cuenta la experiencia disponible en la legislación vigente sobre las actividades de intermediación en el ámbito de los seguros y los valores.

## 5. LA DIMENSIÓN EXTERIOR

Las normas y mejores prácticas se fijan y se definen cada vez más a escala mundial, por ejemplo en materia de contabilidad, auditoría y exigencias de capital de los bancos. Habida cuenta del tamaño del mercado de la UE y de la experiencia adquirida por Europa en la conciliación entre las peticiones legítimas de normas armonizadas y las necesidades divergentes de los múltiples mercados/culturas/agentes, la UE debe asumir un papel principal en los trabajos de normalización a escala mundial.

La UE dispone del mercado financiero más abierto del mundo, lo que constituye una nueva fuerza. La introducción del euro, facilitada por la libre circulación de capitales, constituye la norma mundial en términos de apertura y transparencia. Otros países deben seguir sus pasos. La UE se ha comprometido firmemente en favor de una apertura ambiciosa de los mercados mundiales de servicios financieros. Este compromiso se lleva a la práctica en el marco de las negociaciones del GATS, en la Ronda de Doha de la OMC, y en otras negociaciones comerciales.

El sistema de diálogos reguladores de la Comisión goza de un amplio respaldo: intercambio de información, identificación previa de posibles problemas de regulación y búsqueda de soluciones aceptables para ambas partes. Por consiguiente, la Comisión se propone profundizar en el diálogo entre los mercados financieros de la UE y Estados Unidos, que ha permitido solucionar numerosos problemas, manteniendo regularmente informados a los Estados miembros, el Parlamento Europeo, el sector privado y otras posibles partes interesadas.

Además, la Comisión tiene la intención de ampliar el diálogo y la cooperación sobre cuestiones financieras a otros países, como Japón, China, Rusia y la India, reflejando en la medida de lo posible las prioridades del sector.

(38) Véase: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/ucits/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/ucits/index_en.htm).

(39) Las respuestas se publicarán en otoño de 2006.

(40) Además de los aspectos ya tratados en el marco de la iniciativa sobre los pagos.

(41) Véase el apartado 2.7.

Del mismo modo, la CE debe contar con una representación bien visible en los organismos internacionales, haciéndose oír con una sola voz cuando se aborden temas como el fraude comercial y empresarial, el blanqueo de capitales, la financiación del terrorismo, el fraude fiscal, la corrupción y otras prácticas ilícitas. La cooperación y los intercambios de información deben organizarse eficazmente, en particular con las plazas financieras *offshore*. Debe intensificarse la coordinación europea en foros internacionales como el Comité de Basilea, la IAIS, la OICV o UNIDROIT en la fase anterior a las reuniones, con el fin de precisar las posiciones de negociación europeas. Por otra parte, la Comisión debe participar en el Foro de estabilidad financiera, del que está excluida actualmente sin un motivo válido.

## **6. SEGUIMIENTO**

La Comisión publicará cada año un informe detallado que hará balance de los progresos y novedades registrados en los ámbitos cubiertos por el presente Libro Blanco.

## COLABORADORES

**CALVACHE MARTÍNEZ, Ana María.** Nacida en Almería en 1972. Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por el Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF), adscrito a la Universidad Complutense de Madrid. Doctora en Economía por la Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED). Ha trabajado como profesora colaboradora en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Granada. En la actualidad trabaja en el Departamento de Sistemas de Pago de Entidades Financieras del Banco de España. Ha contribuido al proceso de consulta de la Comisión Europea sobre la compensación y liquidación de valores y su aportación ha sido publicada en su página web de la Comisión. Su campo de investigación se centra en el análisis de los sistemas de liquidación de valores en la Unión Europea.

**CARBÓ VALVERDE, Santiago.** Nacido en Gandía (Valencia) en 1966. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia, doctor (PhD) *in Economics* y *master in Banking and Finance* por la University of Wales, Bangor, (Reino Unido). *Visiting research fellow* del Institute of European Finance (Reino Unido). Es catedrático de Fundamentos del Análisis Económico en el Departamento de Teoría e Historia Económica de la Universidad de Granada, del que es director desde abril de 2004. Ha sido director del área de estudios de la Caja General de Ahorros de Granada. En la actualidad, es asimismo director del Gabinete de Análisis Financiero y director de Programa de Investigación de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS). Autor de numerosos artículos y publicaciones sobre el sistema financiero. Ha publicado, entre otras, en las siguientes revistas: *Papeles de Economía Española*, *Regional Studies*, *Journal of Economics and Business*, *European Urban and Regional Studies*, *The Manchester School*, *Applied Economics*, *European Financial Management*, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *Applied Financial Economics*, *Revue de la Banque*, *Investigaciones Económicas*, *Revista de Economía Aplicada*, *Moneda y Crédito*, *Hacienda Pública Española-Revista de Economía Pública*, *Información Comercial Española* y *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*. Ha sido profesor visitante e impartido seminarios en varios bancos de la Reserva Federal de Estados Unidos, así como en varias universidades; entre otras, New York University, Indiana University, Boston College, Florida State University, University of Alberta (Canadá), K.U. Leuven (Bélgica) y University of Warwick (Reino Unido).

**CASANOVA DOMÈNECH, M.ª Elisa.** Doctora y licenciada en Economía por la Universidad de Barcelona. Profesora colaboradora de Integración Europea en la Universidad de Barcelona. Profesora de Economía en la Escuela Universitaria de Turismo ESMA.

**CASTRO APARICIO, Marta de.** Es licenciada en Derecho por la Universidad Autónoma de Madrid y pertenece al Cuerpo Superior de Administradores Civiles del Estado. Durante el período 1995-2002 ocupó diversos puestos en la Subdirección General de Legislación y Política Financiera: Jefe de Servicio, Consejera Técnica y Subdirectora General Adjunta. Entre los años 2002-2003 asumió el cargo de secretaria general de la Intervención General de la Comunidad de Madrid. Actualmente es subdirectora general de Legislación y Política Financiera de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (Ministerio de Economía y Hacienda). Esta Subdirección es responsable de la elaboración y tramitación legislativa en materia de entidades de crédito, mercado de valores y política financiera. Asimismo, pertenece a diversos grupos de trabajo del Consejo y la Comisión de la Unión Europea relacionados con la regulación financiera. Entre otros, el Comité Bancario Europeo y el Comité de Valores Europeo.

**DELGADO MÁRQUEZ, Blanca Luisa.** Es licenciada en Ciencias Económicas por la Universidad de Granada. Actualmente realiza el

máster oficial en «Economía y Organización de Empresas» en la citada Universidad y disfruta de una beca FPU del MEC, vinculada al área de Fundamentos del Análisis Económico del Departamento de Teoría e Historia Económica de la Universidad de Granada.

**GARCÍA ANDRÉS, Gonzalo.** Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid, en la especialidad de Teoría Económica. En 1999 ingresa en el Cuerpo Superior de Técnicos Comerciales y Economistas del Estado. Desde 2000 trabaja en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, ocupando distintos puestos en las subdirecciones generales de Legislación y Política Financiera y de Análisis Financiero y Estratégico. Entre otras cuestiones, se ocupa del análisis económico de la regulación financiera y de la coordinación de la presidencia española de 2002 en materia de servicios financieros. Desde octubre de 2004 es subdirector general de Análisis Financiero y Estratégico y miembro alterno, en representación de España, del Comité de Servicios Financieros de la Unión Europea. También ha sido profesor asociado de Fundamentos del Análisis Económico en la Universidad Rey Juan Carlos, impartiendo clases de Economía del Trabajo, Microeconomía y Macroeconomía.

**JEANMART, Nicolas.** Entró a formar parte del equipo de la Agrupación Europea de Cajas de Ahorros (AECA) en el año 2002. Actualmente, es el responsable del Departamento de Regulación Financiera y Asuntos Económicos de dicha organización. Entre sus competencias destaca el asesoramiento en materia de supervisión prudencial bancaria. Ello incluye el seguimiento de la implantación de Basilea II y la Directiva sobre Requerimientos de Capital, así como la promoción y representación de los intereses de las cajas de ahorros y la banca minorista europea en lo concerniente a estos temas.

**MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, José María.** Licenciado en Derecho por la Universidad de Santiago de Compostela. Licenciado en Ciencias Políticas y de la Administración por la Universidad Autónoma de Madrid. Perteneció al Cuerpo Superior de Administradores Civiles del Estado. Ocupó diversos cargos en la Subdirección General de Legislación y Política Financiera (Ministerio de Economía) entre 1993 y 1999. Esta Subdirección es responsable de la tramitación de normas en materia de entidades de crédito y mercado de valores. Ocupó el cargo de subdirector general de Legislación y Política Financiera de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (Ministerio de Economía y Hacienda) entre 1999 y 2003. Durante el tiempo que estuvo en la Dirección General del Tesoro perteneció a diversos grupos de trabajo del Consejo y la Comisión de la Unión Europea relacionados con la regulación financiera. Entre otros, el Comité Consultivo Bancario, el Comité de Valores Europeo y el Financial Services Policy Group. Desde 2003 ocupa el cargo de secretario general-vicepresidente del Consejo de Administración de la Confederación Española de Cajas de Ahorros; secretario del Patronato de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS) y presidente del Comité de Prevención del Blanqueo de Capitales de la CECA. Desde 2004 es presidente del Comité de Coordinación del European Savings-Banks Group, vocal del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y miembro del «panel» consultivo del Comité Europeo de Supervisores Bancarios.

**RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, Francisco.** Nació en Granada en 1975. Licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Granada y doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por esta Universidad desde 2002. Profesor del Departamento de Teoría e Historia Económica. Ha realizado estudios de postgrado en las universidades de Módena y Bolonia (Italia). En la actualidad, es investigador del Gabinete de Análisis Financiero de

la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS). Ha publicado, entre otras, en las siguientes revistas: *Papeles de Economía Española*, *Regional Studies*, *Journal of Economics and Business*, *European Urban and Regional Studies*, *Journal of International Financial Markets*, *Institutions and Money*, *Investigaciones Económicas*, *Revista de Economía Aplicada* y PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

**ROSÀS XICOTA, Joan.** Doctor en Economía y licenciado en Derecho por la Universidad de Barcelona. Director del Área Internacional de «La Caixa». Representante de las cajas europeas en la *Task Force (Forum Group)* de la Comisión Europea desde marzo de 2003. Miembro del Grupo de Expertos en Banca (*Forum Group on Banking*), nombrado por la Comisión Europea en octubre de 2003.

**VALERO SAN PAULO, Fernando.** Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid, Universidad San Pablo CEU, especialidad Financiación. Ingreso en el Cuerpo Superior de Técnicos Comerciales y Economistas del Estado en 2002. Desde 2003 trabaja en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, concretamente en la Subdirección General de Análisis Financiero y Estratégico. Subdirector general adjunto desde mayo de 2005. Entre otros temas, trabaja en el análisis económico de la política financiera española y

europea. Participa en la definición de la posición española en el Comité de Servicios Financieros de la Unión Europea. Antes del ingreso en la Administración, trabajó como analista financiero en InverCaixa Valores, S.V.B., S.A.

**VEGARA FIGUERAS, David.** Nació en 1966 en Barcelona. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales, Sección Economía General, Universidad Autónoma de Barcelona. MSc. in Economics, London School of Economics and Political Science. Ha sido profesor ayudante en la Escuela Superior de Administración de Empresas (ESADE); profesor ayudante en la Universidad Pompeu Fabra, Economía Financiera; economista del Departamento de Análisis del Banco Sabadell, División de Tesorería; profesor asociado, Universidad Pompeu Fabra, Departamento de Macroeconomía y Economía Española; vocal asesor del Departamento de Economía del Gabinete de la Presidencia del Gobierno del Ministerio de la Presidencia; subdirector de Análisis de InterMoney, S.A.; director general de InterMoney Gestión, S.G.I.I.C., S.A. (Grupo C.I.M.D.); presidente de InterMoney, S.A. (Grupo C.I.M.D.); secretari general, Departament de Sanitat i Seguretat Social, Generalitat de Catalunya. Actualmente es Secretario de Estado de Economía, Ministerio de Economía y Hacienda, y presidente del Comité de Servicios Financieros de la Unión Europea.

### INTEGRACIÓN Y CONSOLIDACIÓN FINANCIERA EN EUROPA

David Vegara

La creación de un sistema financiero integrado ha sido uno de los pilares del salto definitivo hacia la integración económica europea iniciado a mediados de los ochenta. Mientras esto ocurría en la Unión Europea, los cambios en los mercados financieros globales se han acelerado. El grado de integración financiera mundial ha aumentado de forma considerable, como indica la pérdida de correlación entre el ahorro y la inversión internos y el consiguiente aumento de los flujos financieros netos entre países, unidos a una creciente concentración de la estructura de mercado y a la creación de grupos financieros con presencia global. En cualquier caso, en la Unión Europea, a pesar de los avances en la supresión de barreras a la libre prestación de servicios, existía cierta insatisfacción por las dificultades que afrontaban las entidades para realizar operaciones de consolidación transfronterizas. Por ello, la acción a escala comunitaria debería orientarse de manera prioritaria hacia aquellos obstáculos que tienen que ver con las actuaciones de los poderes públicos con fines protectionistas y las insuficiencias en la integración de los mercados de servicios financieros. En este sentido, se enfatiza el hecho de que el Comité de Servicios Financieros impulsará debates vivos que permitan al Consejo liderar la dirección estratégica de la política financiera, con el fin último de que el sistema financiero aumente su contribución al crecimiento económico y el bienestar de los europeos.

### LA ESTRATEGIA EUROPEA DE SERVICIOS FINANCIEROS 2005-2010. PRINCIPALES DESAFÍOS E IMPLICACIONES PARA ESPAÑA

Fernando Valero San Paulo y Gonzalo García Andrés

La Unión Europea reactivó, con el Plan de Acción de Servicios Financieros (1999-2005), el objetivo del Área Financiera Integrada, buscando aprovechar plenamente los beneficios potenciales de la creación del euro y procurando, en última instancia, el mayor crecimiento y la generación de empleo de la economía europea. Junto con la reforma del esquema regulatorio y supervisor, sobre la base de las recomendaciones del Informe Lamfalussy y el Plan de Acción sobre derecho de sociedades y reforzamiento del gobierno corporativo, ha constituido el eje de la política financiera europea desde 1999.

Los esfuerzos de los últimos tiempos, junto con las actuaciones anteriores, están favoreciendo un nivel significativo de integración financiera en la Unión Europea. Los avances han sido notables en diversos ámbitos, destacando la integración de los mercados monetarios y de capitales. No obstante, existe en general margen para intensificar la integración. De forma más concreta, los avances han sido más modestos en las infraestructuras de mercado o en el segmento minorista.

En este contexto, la Comisión Europea publicó el Libro Blanco sobre política de servicios financieros para el periodo 2005-2010, refrendado por el Consejo en mayo de 2006, que persigue como objetivos consolidar dinámicamente lo logrado, eliminar las barreras que se mantienen a la integración, poner en práctica la legislación existente y aplicar un enfoque de mejor regulación a las iniciativas futuras, profundizar la cooperación y la convergencia de la supervisión e impulsar la vertiente exterior de la política financiera europea.

A pesar de que diversos aspectos de estas líneas maestras deberán aún especificarse, cabe una evaluación globalmente positiva de la estrategia planteada. La consolidación dinámica debe extraer los

máximos beneficios del Plan de Acción de Servicios Financieros. Asimismo, la convergencia de la supervisión, y el impulso de la integración de las infraestructuras de los mercados y del segmento minorista, son retos a los que enfrentarse de forma prioritaria.

La industria española, que parte de una posición sólida, deberá adaptarse a un contexto de creciente competencia y a cambios normativos en aspectos prudenciales, contables y de información financiera, entre otros, conjuntamente con la eventualidad de una coyuntura macro-financiera menos favorable. Todo ello plantea riesgos, pero también oportunidades, entre las que cabe citar una mayor participación de la industria española en las instituciones europeas.

Por otra parte, las autoridades españolas, como reguladoras, deberán garantizar la transposición y la aplicación coherente de la normativa comunitaria, y su participación conforme al enfoque de mejor regulación en las nuevas iniciativas. Asimismo, deberán afrontar la aplicación de la nueva regulación prudencial, profundizar su cooperación con otros supervisores y hacer frente a la posibilidad de nuevos riesgos y mecanismos de contagio ante la intensificación de la integración. Finalmente, deberá mantenerse el papel activo de los últimos años en el ámbito exterior de la política financiera.

### CAMBIOS PREVISTOS EN LA REGULACIÓN SOBRE SUPERVISIÓN

Marta de Castro Aparicio

La complejidad que caracteriza a la actual supervisión prudencial constituye una preocupación creciente para los reguladores y supervisores de la Unión Europea, tanto desde una perspectiva normativa como de la pura ejecución. La importancia adquirida por la regulación y la atención puesta en ella se apoyan en la necesidad de lograr un adecuado cuerpo legal que no constituya un obstáculo para la integración financiera y, a su vez, que sea capaz de afrontar la cada vez mayor complejidad de las entidades supervisadas. El Plan de Acción de Servicios Financieros sentó las bases en relación con la estructura de supervisión y, posteriormente, el informe Lamfalussy propuso una nueva arquitectura de regulación y cooperación en la supervisión.

Así mismo, se desprende de la evidencia aportada que la prioridad en las políticas de reforzamiento de la convergencia en la práctica supervisora y la profundización en la cooperación entre supervisores son dos de los objetivos que se ven plasmados en la amplia normativa vigente y en la que próximamente será aplicada. En los últimos años, han sido dos los hitos normativos que marcan la tendencia futura: la Directiva de Conglomerados Financieros y la propuesta de Directiva de Adecuación de Capital. Los temas de supervisión fueron de gran importancia en 2005, centrándose, por una parte, en aspectos tales como la eliminación de las posibles barreras que la regulación vigente podría significar para las fusiones transfronterizas y, por otra, en temas relacionados con el futuro de la supervisión, en los denominados «acuerdos de supervisión». En cualquier caso, a juicio de la autora, y desde una perspectiva técnica, no puede afirmarse apriorísticamente la bondad o perversidad de un determinado modelo, pero sí puede defenderse la validez del modelo vigente, por lo que es aconsejable explorar todas sus posibilidades, incluidas estructura y arquitectura financiera.

### IMPLICACIONES DE BASILEA II PARA LA INTEGRACIÓN Y LA CONSOLIDACIÓN BANCARIA EN EUROPA

Nicolas Jeanmart

Se abordan tres aspectos del nuevo marco de Basilea II, analizando sus posibles repercusiones sobre el grado de integración y consolidación en el sector bancario de la Unión Europea (UE): 1) la



coexistencia de diferentes métodos de cálculo del capital regulador mínimo; 2) la excesiva carga que impone el nuevo marco, sobre todo a cierto tipo de entidades bancarias, entre ellas, las de menor tamaño, y 3) los posibles cambios en el marco para la supervisión de las entidades bancarias en la Unión Europea, discutidos en el contexto de la implementación de Basilea II. A partir de ello, se intenta obtener una visión más completa de las cuestiones relacionadas con la implantación de Basilea II, además de analizar ciertos aspectos de la experiencia americana, ya que, en ocasiones, las cuestiones surgidas en el contexto de Basilea II han sido abordadas de manera distinta a ambos lados del Atlántico. Del artículo se desprende que, a corto plazo, parece claro que la articulación del marco captará gran parte de la atención de los supervisores —considerando que nos encontramos en una fase muy preliminar de la implementación de Basilea II—, mientras que, a medio y largo plazo, serán necesarios los esfuerzos de los reguladores y supervisores europeos y nacionales para limitar la carga resultante de la introducción del nuevo marco sobre requisitos de capital. Por último, en lo que respecta al futuro del marco de la supervisión en la UE, se señala que las instituciones europeas deberían seguir el camino abierto por la Comisión Europea en su Libro Blanco, en el que se sientan las bases para la política de la UE en materia de servicios financieros para los años 2005-2010.

#### **MODELO PARA LA INTEGRACIÓN DE LAS CENTRALES DEPOSITARIAS DE VALORES EN LA UNIÓN EUROPEA: EL MODELO E-ASSET**

Ana María Calvache Martínez

La actual infraestructura con que cuenta la Unión Europea para la realización de las operaciones de compensación y liquidación con valores permanece insuficientemente armonizada y altamente fragmentada, y es ineficiente para procesar las operaciones transfronterizas que se vienen desarrollando en los últimos años. Esta situación está resultando muy perjudicial para Europa y obstaculiza las posibilidades de crear un mercado financiero único. La solución al problema debe venir por dos caminos: mediante la eliminación de las barreras identificadas en el informe *Giovannini*, y avanzando en el establecimiento paralelo de una regulación armonizada y de un modelo pan-europeo para la integración de las centrales depositarias de valores (CDV) en la UE. A pesar de las distintas iniciativas acometidas en lo que se refiere a la determinación del modelo, los avances reales conseguidos han sido muy escasos y han estado enmarcados por el continuo desacuerdo del sector sobre el modelo a seguir. En el presente artículo se propone al modelo llamado *E-ASSET* (*European Automatic Securities Settlement Express Transfer System*) como el modelo más adecuado para lograr la definitiva integración de las CDV y del sector en la UE. Se trataría de una estructura «descentralizada», compuesta a partir de las múltiples plataformas nacionales ya existentes. Estas últimas se conectarían entre ellas a través de enlaces con una plataforma central pan-europea a la que se denomina *European Securities Settlement Platform* (ESSP). El artículo concluye con algunas reflexiones sobre las ventajas del modelo, así como sobre la viabilidad de éste en el marco de la Unión Europea, tanto desde el punto de vista de la eficiencia como de la estabilidad financiera.

#### **AVANCE DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA DE LA BANCA MINORISTA EN LA UNIÓN EUROPEA**

M.<sup>a</sup> Elisa Casanova Domènech y Joan Rosàs Xicota

El proceso de integración financiera en la Unión Europea (UE) se orienta a lograr un mercado único que abarque la banca, los seguros y los mercados de valores, caracterizado por una convergencia de precios, productos y eficiencia entre los prestadores de servicios

financieros. Con ello, se espera maximizar la disponibilidad y la acumulación de capital y mejorar su asignación, sentando las bases para un mayor crecimiento económico y una mayor creación de empleo en el conjunto de la UE a largo plazo. Varios estudios han cuantificado los beneficios derivados de la integración financiera en la economía general de la Unión. Entre ellos destacan el informe Cecchini (1988), el estudio de London Economics (2002) y la investigación del Centre for Economic Policy Research (2002), los cuales analizan la relación entre integración financiera y crecimiento económico.

Por ello, la actual legislación europea sobre los servicios financieros se orienta a la consecución de la integración de los mercados financieros europeos, con el ánimo de que se traduzca en beneficios económicos y sociales para toda la UE. En realidad, fue en la década de los noventa cuando la Comunidad Europea consideró oportuno dotar de un sistema financiero integrado y moderno a la Unión, tras las profundas transformaciones que dicho sistema estaba experimentando ante la libre circulación de capitales, la introducción del euro y la globalización de los mercados.

En ese entorno, se elaboró y aprobó el Plan de Acción para los Servicios Financieros en 1999, el cual propuso prioridades orientativas y un calendario de medidas específicas encaminadas a lograr tres objetivos estratégicos durante el periodo 1999-2005. Éstos fueron: la consecución de un mercado mayorista único para todos sus agentes participantes, el establecimiento de mercados minoristas abiertos y seguros, y la adopción de estructuras de supervisión adecuadas.

En particular, respecto a los mercados minoristas (*retail*), el Plan apostaba por facilitar a los consumidores los instrumentos y las garantías que necesitan para participar activamente en el mercado, y por crear nuevos canales de distribución y tecnologías a distancia a escala europea. Para ello, se propuso una serie de medidas de acción dirigidas a trasladar a los pequeños inversores las ventajas que reporte un mercado integrado. No obstante, existían, y aún existen, numerosos obstáculos jurídicos, administrativos, lingüísticos, culturales y de muy diversa índole que dificultaban la prestación transfronteriza de servicios financieros de este tipo.

Todas las medidas de acción propuestas se realizaron a lo largo del periodo previsto, siendo algunas de ellas de especial relevancia en aras a intensificar la integración de los mercados al por menor; así la Directiva 2000/31/CE sobre el comercio electrónico en el mercado interior, la Directiva 2002/65/CE relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros y el Reglamento (CE) n.º 2560/2001 respecto a los pagos transfronterizos de bajo importe con la ayuda de la creación de la cámara de compensación de ámbito europeo.

Una vez finalizado el proceso legislativo del Plan de Acción, la Comisión Europea publicó, en mayo de 2005, el Libro Verde sobre la política para los servicios financieros (2005-2010), en el que dio a conocer sus puntos de vista preliminares sobre las prioridades para una mayor integración de los mercados financieros europeos en los años siguientes. Como resultado del debate público originado sobre el Libro Verde, en diciembre de 2005, la Comisión presentó el Libro Blanco sobre la política para servicios financieros 2005-2010, el cual muestra su estrategia para promover la integración financiera europea en dicho marco temporal. Así pues, aunque la realización del Plan de Acción ha representado un gran progreso en el proceso de integración financiera, la Comisión ha estado explorando nuevas vías para avanzar en este sentido y conseguir, en último término, beneficios reales a las empresas y los consumidores que son usuarios de servicios financieros en la Unión Europea.

No cabe duda de que la integración financiera ha experimentado una clara intensificación como consecuencia de las medidas que se han ido adoptando en el seno de la UE desde finales de la década de los noventa. Pero no es menos cierto que, a pesar de lo anterior, persisten claras divergencias según el tipo de mercado finan-

ciero. Así, aunque se han conseguido avances considerables, el mercado minorista sigue estando claramente fragmentado, caracterizado por una demanda y una oferta que responden a dinámicas distintas y por un grado de fragmentación diferente en función de cada producto financiero al por menor.

Desde la perspectiva de la demanda, los consumidores tienden a adquirir servicios bancarios prestados por entidades financieras locales o extranjeras que están establecidas en sus respectivos países. En cambio, la adquisición transfronteriza de productos bancarios por parte de los consumidores es casi inexistente, y es debida prácticamente al movimiento de trabajadores y estudiantes dentro de la UE y a la posesión de una segunda vivienda en otro estado.

Los motivos que explican esta realidad son, por un lado, las barreras estructurales (*structural barriers*) relativas, sobre todo, a las características intrínsecas de este tipo de productos financieros al por menor, las diferencias culturales y lingüísticas, los hábitos de compra de los consumidores y el lugar donde está ubicado el bien inmueble que se hipoteca. Por otro lado, hay que tener en cuenta las barreras de carácter jurídico-estatal (*policy-induced barriers*), referidas básicamente a las diferencias en los regímenes jurídicos de los países miembros, la pluralidad de sistemas fiscales y contables, la falta de homogeneidad en la normativa de protección al consumidor y las disparidades de requisitos sobre el acceso a los registros de la propiedad, los procesos de ejecución o la transposición de derechos y garantías. A pesar de lo anterior, la progresiva mayor aceptación de los nuevos canales de distribución electrónicos (tarjetas de crédito y/o débito, banca *on line* y banca telefónica) permite prever un cambio gradual en las pautas de la demanda. La tendencia hacia un modelo bancario en el que el servicio personal y el factor de proximidad física van a tener una menor relevancia va a favorecer una mayor integración transfronteriza de la banca *retail* en Europa.

Desde la perspectiva de la oferta, las entidades financieras prestan sus servicios, de forma transfronteriza, principalmente a través de establecimientos locales, como sucursales o bancos filiales. Las entidades financieras tienen incentivo por expandir su actividad transfronteriza, especialmente si ya disponen de una elevada cuota de mercado nacional. Sin embargo, la decisión de ofrecer servicios transfronterizos depende de las inversiones necesarias que la entidad debe realizar para acceder a otro mercado nacional, las cuales ascienden a cifras muy significativas, además de la necesidad de adaptación a las particularidades jurídicas y fiscales de cada país.

Por último, desde la perspectiva del producto, merece destacar que el grado de integración de los mercados financieros minoristas varía considerablemente según de qué producto financiero se trate. Respecto a los productos más significativos en banca minorista, se observan claros signos de integración en relación con los pagos transfronterizos hasta 50.000 euros, las cuentas corrientes y de ahorro y los fondos de inversión colectiva extranjeros. Se detecta, en cambio, un menor grado de integración por lo que se refiere a los créditos hipotecarios, y no existen prácticamente indicios de integración en el caso de los créditos al consumo.

En los próximos años, de acuerdo con las recomendaciones establecidas por el grupo de expertos de alto nivel en el ámbito de la banca, hay que reflexionar sobre las cuestiones que permiten avanzar hacia una mayor integración en el mercado europeo de servicios financieros al por menor. En este sentido, respecto a la mejora de la cooperación europea en la supervisión del sistema financiero, es importante destacar la futura directiva europea sobre la implantación en el ámbito comunitario de las normas de capital de Basilea II. Asimismo, es necesario un nuevo planteamiento que facilite una supervisión transfronteriza efectiva y que asegure los mismos estándares de supervisión en el conjunto de la UE. En el ámbito del fomento de la competencia, se considera que se debe intensificar la libre competencia entre prestadores europeos de distintas nacionalida-

des con vistas a conseguir un verdadero mercado financiero minorista de carácter paneuropeo. Finalmente, respecto a la cadena de valor de los productos financieros, hay que dedicar esfuerzos para facilitar las prácticas de integración vertical (*downstream*) y horizontal (*cross-border*) por los efectos positivos que éstas pueden tener a favor de la integración de los mercados bancarios minoristas en la Unión Europea.

## LA RELEVANCIA DE LA DIVERSIDAD DE ESTRUCTURAS DE PROPIEDAD EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO

Santiago Carbó y José María Méndez

La diversidad de estructuras jurídicas de las personas jurídicas que existen en Europa se ve plasmada en el caso de las entidades de crédito, con una diversidad de tal magnitud que es difícil establecer clasificaciones. A tenor de los datos referentes a la rentabilidad, eficiencia y papel social de las distintas formas de propiedad de las empresas bancarias en Europa, y puesto que éstas parecen cumplir diferentes misiones, carece de sentido afirmar que una forma de propiedad sea superior a otra, ya que ello equivaldría a decir que solamente existe una misión legítima que pueda ser cumplida por las entidades que ofrecen servicios bancarios.

Aunque el objetivo de todas las entidades de crédito, con independencia del tipo, sea la prestación eficiente de servicios financieros, las misiones difieren de acuerdo con los objetivos que son propios de sus formas de propiedad. En cualquier caso, y debido a lo anteriormente mencionado, se hace difícil considerar los principales atractivos e inconvenientes de cada modelo de estructura de propiedad. Por consiguiente, escoger una característica propia de una forma de propiedad y afirmar que debe ser una característica de todas las demás formas supone una desviación selectiva. La afirmación de que determinadas formas jurídicas representan una barrera a la consolidación, ya que no pueden ser absorbidas por otras instituciones bancarias, constituye un ejemplo de tal predisposición.

La importancia de tener diferentes formas de propiedad debe evaluarse de acuerdo con el impacto que tiene en los clientes, más que en función de cualquier debate político abstracto. Se ha generado un valor al promover mercados pluralistas en Europa que ampara todos los tipos de estructuras de propiedad, eso sí, sin salirse del principio de «mismo negocio, mismos riesgos, mismas normas». Hacerlo así es mantener la opción del consumidor y es, por lo tanto, un medio de preservar la competitividad en los mercados europeos. Los grados elevados de uniformidad en lo que respecta a las estructuras legales y, por consiguiente, a estrategias comerciales, son potencialmente nocivos para el desarrollo económico general en el mercado de servicios financieros, y pueden amenazar su estabilidad. En contraste, la existencia de estructuras de propiedad diferentes, que desarrollen modelos comerciales distintos, se plasma generalmente en estructuras de mercado y actores más diversificados, con efectos potenciales de amortiguación de riesgos, y el resultado es un impacto positivo sobre la estabilidad en general. Si el pluralismo se abandonara, una preocupación es la posibilidad de una exclusión social incrementada, debida a la consolidación bancaria.

De cualquier forma, la ruptura de esta diversidad favorecería al modelo de sociedad por acciones y, a su vez, incrementaría exponencialmente la consolidación bancaria en Europa, sin que sea en sí misma un objetivo con racionalidad económica. En este sentido, no está claro por qué los grados de consolidación nacional y transnacional han de verse como «barómetros» de integración, con exclusión de cualesquiera otras estrategias bancarias. No existe garantía de que una mayor consolidación bancaria habría de conducir necesariamente a un sector bancario más eficiente o más competitivo. Por ello, las autoridades económicas nacionales de mercados

plurales no deben caer en este falso debate, porque la eficiencia y la competitividad de una entidad de crédito dependen claramente de su estrategia comercial, de un buen gobierno y de un control eficiente, más que de la forma jurídica específica con la que se presente a la sociedad.

## **EL IMPACTO DE LA EXCLUSIÓN FINANCIERA EN EUROPA: ALGO MÁS QUE INTEGRACIÓN FINANCIERA**

**Blanca Delgado Márquez y Francisco Rodríguez Fernández**

La magnitud y el alcance del proyecto de integración financiera en la Unión Europea se ha desarrollado en un ambiente caracterizado por la heterogeneidad de las experiencias existentes en los distintos estados miembros. La política de integración financiera que se está llevando a cabo en la UE —instrumentada en los últimos años desde la Comisión Europea a través del Plan de Acción de los Servicios Financieros (FSAP, por sus siglas en inglés) y, en los próximos años, a partir del Libro Blanco de los Servicios Financieros— y su relación con el fenómeno de la exclusión financiera son debatidos en el presente trabajo. Las dificultades para el acceso a los servicios financieros constituyen un problema de primer orden para la integración y la cohesión social, inclusive en los países más desarrollados, cuestión que no puede ser pasada por alto por los reguladores. En concreto, se estima que un 10 por 100 de la población

de la UE no dispone ni tan siquiera de una cuenta corriente, mostrando asimetrías, ya que estos problemas son significativamente más graves en algunos países que en otros.

La política de integración financiera en la UE pone de manifiesto la falta de iniciativas en relación con la exclusión financiera. Una política que se centre exclusivamente en una excesiva homogeneización, en las condiciones de precio o en la consolidación transfronteriza puede no estar contribuyendo a favorecer el acceso a los servicios financieros; por el contrario, puede empeorar la situación de muchos colectivos, al no centrarse de manera específica en las necesidades financieras de aquellos grupos más desfavorecidos. El papel que entidades como las cajas de ahorros desarrollan en cada país es un elemento esencial que puede ser complementario a las medidas en materia de integración, reduciendo de forma notable la exclusión. Por ello, más allá de la «homogeneización» artificial, sería preciso, y así parece que empieza a reconocerse desde la Comisión Europea, considerar que la diversidad institucional puede ser beneficiosa. Los datos que se ofrecen en este estudio ponen de manifiesto que el problema de la integración y el de la exclusión tienen una raíz común en las profundas divergencias que existen entre los países europeos en términos de desarrollo financiero y de condiciones de acceso. Estas divergencias resultan especialmente notables entre algunos de los nuevos estados miembros y los países que pertenecían a la UE-15, lo que implica un reto aún mayor para las autoridades en términos tanto de integración como de inclusión financiera en el futuro.