

Es condición indispensable para mejorar la eficiencia y competitividad de los mercados financieros

# La necesidad de un buen marco regulador en Europa

La rápida integración de los mercados financieros internacionales durante la última década ha sido uno de los motores de la globalización. De hecho, el supuesto control que los mercados financieros tienen sobre el destino de la economía mundial ha contribuido a destacar la supuesta incapacidad de los gobiernos para regularlos adecuadamente. Sin embargo, la realidad es bastante diferente. Los gobiernos nacionales siguen teniendo una capacidad de influencia notable y, en ocasiones, distorsionadora, sobre los mercados financieros. De ahí que, en un mundo crecientemente global, un buen marco regulador de los mercados financieros sea más necesario que nunca.



**Jordi Canals Margalef**  
Profesor Ordinario y  
Director General del IESE

La experiencia muestra que un buen esquema regulador de los mercados es superior a un mal modelo de regulación, pues éste último crea distorsiones, carece de transparencia, es menos eficaz para transferir recursos de un sector a otro de la economía y tiene un impacto negativo sobre el coste de la financiación de las empresas. Esta podría ser la primera razón que justifica la conveniencia de un buen marco regulatorio para los mercados financieros en general y, específicamente, para Europa, que es el ámbito geográfico al que quiero referirme en este artículo. Sin embargo, hay por lo menos dos razones más de peso que no quiero dejar de mencionar. La segunda razón es que la protección del inversor final, propia de un buen marco regulador, establece unos niveles de mayor confianza entre los inversores, condición necesaria para su buen funcionamiento. Las conductas deshonestas en los mercados financieros siempre tienen un impacto externo negativo en su funcionamiento eficiente, más allá de las responsabilidades éticas por los posibles delitos cometidos y sus costes correspondientes.

Una tercera razón importante para el diseño de un buen marco regulador es que tanto las empresas financieras que actúan en los mercados - por cuenta propia o de terceros- como las empresas que acuden a los mercados para buscar financiación se benefician de una normativa clara y conocida por todos y con un coste de capital razonable.

#### **[ LA URGENCIA DE UN MODELO REGULADOR EUROPEO ]**

Junto con estas razones para el diseño de un buen esquema regulador que la experiencia

internacional destaca, la Unión Europea tiene una razón particular para abordar esta tarea. La UE adoptó un principio de integración y regulación bancaria en 1989 basado en el concepto de la licencia bancaria única y el principio del control en el país de origen. Este modelo, con sus limitaciones, ha funcionado razonablemente bien, ha ayudado a una integración de los principales mercados bancarios de la UE y ha permitido a las entidades financieras con vocación pan-europea actuar con mayor agilidad.

Sin embargo, hasta muy recientemente, la UE no ha promovido la convergencia de los mercados financieros no bancarios, ni el diseño de un marco regulatorio apropiado para el conjunto de la UE. El resultado de esta situación ha sido la configuración de unos mercados financieros nacionales muy fragmentados y pequeños, cada uno de ellos con normas y principios de regulación diferentes.

El contraste de la UE con Estados Unidos es notorio. Este país cuenta con unos mercados financieros integrados mayores, más eficientes y más abiertos a la inversión extranjera. Una de las consecuencias inmediatas es que las empresas norteamericanas tienen un coste de capital sustancialmente inferior al de las europeas.

#### **[ EL INFORME LAMFALUSSY ]**

El informe encargado a la comisión de expertos presidida por el Alexander Lamfalussy, presentado el pasado mes de febrero de 2001 y aprobado por el Consejo de Ministros de la UE en su reunión de Estocolmo el pasado mes de marzo, pretende abordar este reto pendiente. Además, el Consejo de Ministros de la

UE tenía una asignatura pendiente: en la cumbre de Lisboa de marzo de 2000, se comprometió a estudiar soluciones rápidas al problema de la integración de los mercados financieros, como una condición "sine qua non" para potenciar la inversión, el crecimiento económico y el empleo en Europa.

El objeto de este informe es reformar el sistema de regulación financiera en la UE, dinamitar la fragmentación de los mercados nacionales y permitir que Europa disponga de unos mercados financieros únicos en un plazo breve de tiempo. Para ello, el informe del comité de expertos sugiere un conjunto de objetivos ambiciosos, entre los que destacan el establecimiento de un único folleto de condiciones para empresas que emitan títulos en alguno de los mercados europeos, la modernización del sistema de admisión de una empresa para su cotización en bolsa, el principio del control del país de origen para las empresas de intermediación financiera al por mayor o la adopción e implantación de los estándares contables internacionales.

Para avanzar en la consecución de estos objetivos, el comité de expertos ha propuesto una reforma completa del modelo de regulación europea, que superaría la actual fragmentación existente en este campo. La propuesta define un proceso de diseño y aplicación de medidas que se estructura en cuatro niveles diferentes. El primer nivel de acción está controlado por la Comisión Europea que puede aprobar una nueva directiva sobre regulación después de una consulta con el Parlamento Europeo y el Consejo de Ministros.

En el segundo nivel, la Comisión Europea, después de consultar el European Securities Committee, solicita el asesoramiento del European

## [Anteproyecto de Ley Financiera]

Aunque por el momento se encuentra aplazada su aprobación por el Parlamento español, la denominada Ley Financiera, en fase de anteproyecto, será pronto una realidad. Con esta norma el legislador persigue fomentar la adecuada canalización del ahorro hacia la inversión, fomentar la competitividad de las entidades y el ahorro y proteger a los consumidores, sobre todo en cuanto a las transacciones electrónicas se refiere. El proyecto de Ley contempla también la creación de la figura del defensor del cliente.

La Ley se divide en tres áreas: la primera contiene una serie de medidas para incrementar y mejorar la competitividad de la industria financiera española; el segundo eje se refiere a la protección de los ahorradores y consumidores de servicios financieros; y, por último, el anteproyecto contiene una serie de medidas tendentes a mejorar las condiciones de financiación de las PYME, teniendo en cuenta la importancia que tienen éstas como impulsoras del crecimiento y creación de empleo.

### FOMENTO DE LA EFICIENCIA EN EL MERCADO DE VALORES

En cuanto a la normativa que afecta al mercado de valores, y siguiendo el esquema anterior, la Ley en el capítulo primero, sección primera, que titula "Fomento de la eficiencia en el mercado de valores", introduce una serie de modificaciones en la Ley 44/1988, del Mercado de Valores. La nueva normativa contempla la integración de los sistemas de compensación y liquidación de valores españoles con la creación de "Iberclear, Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro y Liquidación de Valores, Sociedad Anónima". Esta sociedad gestionará la compensación y liquidación de los valores bursátiles y de deuda pública. También podrá hacerlo respecto de los valores de las bolsas autonómicas y de otros mercados, como el de futuros.

Otra modificación de importancia es que, a partir de la aprobación de la Ley, toda participación en el capital de las sociedades que administren mercados secundarios españoles estará sujeta al régimen de participaciones significativas previsto en el artículo 69 de la Ley 44/1988 del Mercado de Valores.

Además, la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizará toda participación, ya sea directa o indirecta, de sociedades rectoras que administren mercados secundarios españoles en otras sociedades que gestionen mercados secundarios extranjeros.

### IMPULSO A LA COMPETITIVIDAD DE LA INDUSTRIA FINANCIERA

#### Cédulas Territoriales

El anteproyecto de Ley establece la creación de un nuevo instrumento financiero, las denominadas "Cédulas territoriales", con objeto de impulsar la competitividad del sistema financiero español frente al resto países comunitarios que ya disponen de instrumentos similares.

Las cédulas territoriales serán títulos de renta fija emitidos por las entidades de crédito y cuyo capital e intereses estarán garantizados por los préstamos y créditos concedidos por éstas a administraciones públicas (locales y regionales). El importe total de las cédulas emitidas por una entidad no podrá ser superior al 70 por ciento del importe de los préstamos y créditos no amortizados. El titular de una cédula territorial tendrá derecho preferente sobre los derechos de crédito de la entidad emisora frente a las administraciones públicas, en los términos previstos en el artículo 1.922 del Código Civil.

#### Flexibilización del régimen de garantías

En cuanto al régimen de garantías sobre valores, la nueva Ley establece amplia el espectro de operaciones financieras, extendiéndolo a todas las realizadas sobre instrumentos financieros previstos en el artículo 2 de la Ley 24/1988 del Mercado de valores, así como los préstamos de valores y cualquier otra operación con finalidad de garantía al amparo del propio acuerdo de compensación contractual que tenga por objeto deuda pública, otros valores negociables o efectivo.

Con esta medida la nueva Ley pretende evitar que las entidades españolas se vean obli-

> Securities Regulators Committee para proceder a implantar las medidas propuestas en las Directivas ya aprobadas en el nivel 1. En esta segunda etapa, el Parlamento Europeo no juega papel alguno, salvo en el caso de que la Comisión Europea adoptara medidas que excedieran los poderes que el Parlamento le ha dado en el marco de la aprobación de las Directivas. El tercer nivel es el ámbito propio del European Securities Regulators Committee, que debe interpretar las directivas y las normas complementarias, así como establecer pautas consistentes y comunes en los distintos países de la UE en aquellos aspectos no previstos directamente por la Directivas. Por último, el nivel 4 comprende las acciones que la Comisión Europea emprende para asegurar que los estados miembros cumplen con la legislación prevista y, en el caso de que no sea así, la comisión puede tomar acción legal contra los estados miembros correspondientes.

### [LIMITACIONES DE LAS PROPUESTAS DEL INFORME LAMFALUSSY]

El informe Lamfalussy es acertado en la identificación de los problemas que padece la UE en este campo, así como exhaustivo en las medidas propuestas. Después de años de falta de acción, estas propuestas han sido recibidas con un cierto optimismo.

Sin embargo, el informe contiene algunas limitaciones que tanto la experiencia internacional en materia de regulación financiera como la propia dinámica de funcionamiento de las instituciones europeas pone de relieve. La primera es política e institucional: este informe concede un protagonismo excesivo a la Comisión Europea en la elaboración de las propuestas de integración y regulación de los mercados financieros de la UE, al tiempo que relega al Parlamento Europeo a un segundo plano. Esta propuesta llega en un momento histórico en el que la percepción de déficit democrático en el funcionamiento de la Comisión Europea es mayor que nunca. De ahí que el Parlamento Europeo expresara su preocupación durante la celebración de la cumbre de Estocolmo sobre la falta de consideración del Informe "hacia los procesos democráticos y la mayor transparencia política". Sería grave que un enfrentamiento entre las instituciones europeas con motivo de puntos de vista distintos sobre cuestiones complejas pudiera frenar el proceso de creación del mercado único de servicios financieros con sus repercusiones sobre la inversión y el empleo.

## [Anteproyecto de Ley Financiera]

La complejidad de los mecanismos propuestos para avanzar es la segunda deficiencia del informe. El reto principal para la integración financiera europea es desregular los mercados nacionales y promover una simplificación normativa en materias básicas como la armonización contable, las salidas de empresas a bolsa o la información ofrecida a los inversores. El informe Lamfalussy se queda corto en este aspecto e introduce procesos lentos y complejos para la toma de decisiones.

El European Shadow Financial Regulatory Committee en su Statement del pasado mes de marzo sobre el informe Lamfalussy, puso de manifiesto que la creación de un único comité compuesto por los reguladores nacionales de los mercados de valores sería preferible a los dos comités propuestos por el informe. De este modo, el proceso de implantación de las Directivas comunitarias se simplificaría enormemente y sería de esperar una mayor rapidez en el proceso.

La tercera limitación importante del informe Lamfalussy es que no da respuesta a un debate internacional que será más intenso en los próximos años. ¿Debe Europa tener una única agencia reguladora de toda la actividad financiera?. Si es así, ¿qué ámbitos de competencias debería tener?. En síntesis, las posibles respuestas son dos. En un extremo, se situaría el modelo de Gran Bretaña, con su Financial Services Authority (FSA), un organismo regulador que supervisa a todos los intermediarios financieros, incluidos bancos. En el otro extremo, está la Securities and Exchange Commission (SEC) norteamericana, con poderes reguladores exclusivamente sobre los mercados financieros.

El interés por el modelo británico aumentó a comienzos de año cuando se difundió la noticia de que el gobierno alemán estaba estudiando un modelo similar para el sistema financiero alemán. Sin embargo, el modelo británico es muy complejo, ha recibido numerosas críticas dentro y fuera del país y está por demostrar que la creación de un super-regulador sea la solución más eficiente. Por el contrario, el modelo norteamericano de especialización funcional parece más sencillo al tiempo que, en el caso de Europa, resultaría más aceptable por los estados miembros de la UE, que no siempre ven con buenos ojos la cesión de competencias nacionales hacia organismos comunitarios.

Sin embargo, incluso la creación de una SEC europea sería un hecho prematuro si antes

gadas a realizar sus operaciones en otras jurisdicciones y que se puedan usar los contratos marco más comunes en los mercados internacionales.

### Préstamo de valores por instituciones de inversión colectiva

El anteproyecto de Ley permite que las Instituciones de Inversión Colectiva puedan realizar operaciones de préstamo de valores.

### **IMPULSO A LA INNOVACIÓN TECNOLÓGICA**

El capítulo cuarto del proyecto de Ley trata dos temas puntuales, a la hora del desarrollo de las nuevas tecnologías en el ámbito financiero, como son la contratación electrónica y el dinero electrónico.

### Efectos jurídicos de la contratación electrónica

El proyecto de Ley establece que en la medida que la estructura y organización de los mercados lo permita, la prestación del respectivo servicio y la celebración de contratos pueda realizarse por vía electrónica.

La nueva normativa financiera da una habilitación al Ministerio de Economía para desarrollar este tipo de actividad. No obstante, el desarrollo ministerial no podrá hacerse hasta tanto no se haya transpuesto a la Legislación española la Directiva sobre Comercio Electrónico, cuyo plazo de transposición expira el próximo mes de enero.

### Dinero electrónico

La Ley Financiera regula las denominadas "Entidades de Dinero Electrónico" EDE, cuya actividad principal consistirá en emitir medios de pago en forma de dinero electrónico. Se da al Ministro de Economía, previo informe del Banco de España, la competencia para autorizar la creación de entidades de dinero electrónico.

La Ley define el dinero electrónico como el valor monetario representado por un crédito exigible a su emisor, almacenado en un soporte electrónico, que será emitido al recibir fondos de un importe cuyo valor no será inferior al valor monetario emitido y que será aceptado como medio de pago por empresas distintas de la emisora.

### **PROTECCIÓN DE CLIENTES DE SERVICIOS FINANCIEROS**

El anteproyecto de Ley Financiera reserva el capítulo quinto a la protección del inversor. En los últimos años se ha extendido el acceso del ahorrador español a Bolsa, fondos de inversión y otros productos financieros más sofisticados, lo que ha aumentado considerablemente las consultas. Con el fin de proporcionar a los clientes de los intermediarios financieros un mecanismo ágil y sencillo que solucione sus dudas y consultas, el proyecto de Ley Financiera ha creado el "Comisionado para la Defensa del Cliente de Servicios Financieros"

### Comisionado para la Defensa del Cliente de Servicios Financieros

Estará compuesto por un Consejo Consultivo compuesto por nueve vocales: cuatro vocales representantes de los sectores profesionales relacionados con el ámbito financiero; un vocal, representante de las asociaciones de consumidores y usuarios; y los cuatro últimos vocales representarán, uno a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, el segundo a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, el tercero al Banco de España y, por último, el cuarto a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El Titular del Comisionado será una persona de reconocido prestigio en el ámbito económico o financiero, con, al menos, diez años de experiencia profesional. Su designación la hará el Ministro de Economía y actuará con independencia respecto de cualquier otro órgano administrativo y con total autonomía en cuanto a los criterios directrices a aplicar en el ejercicio de sus funciones.

### Defensor del Cliente

El proyecto de Ley Financiera además del Comisionado establece la creación de un "Defensor del Cliente". El artículo 27 establece que "las entidades de crédito, las entidades

## [Anteproyecto de Ley Financiera]

▶ aseguradoras y las empresas de servicios de inversión deberán contar con un Defensor del Cliente.

La decisión del Defensor del Cliente tendrá carácter vinculante para la entidad financiera cuando sea favorable para el cliente.

La admisión y tramitación de reclamaciones por el Comisionado de Defensa del Cliente de Servicios Financieros requerirá la acreditación de haberlas formulado previamente por escrito al Defensor del Cliente y que éste haya desestimado la petición, o que hayan transcurrido tres meses desde la presentación de dicha reclamación que haya sido resuelta.

El Defensor del Cliente deberá acusar recibo por escrito de las reclamaciones que se le presenten y resolverlas denegarlas por escrito y motivadamente. También se ha de comprobar que la controversia no se encuentra sometida a los tribunales.

### Audidores externos en la supervisión de entidades

El proyecto de Ley Financiera refuerza las potestades supervisoras del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La nueva normativa en el artículo 29 establece la posibilidad de tanto el Banco de España como la C.N.M.V. puedan con carácter auxiliar encargar a auditores externos la supervisión de cualquier tipo de entidad o grupo de entidades financieras cuyo control e inspección les haya sido atribuido, siempre que tal servicio auxiliar sea aconsejable debido a la especialización técnica, la complejidad o extensión internacional de la entidad o grupo a inspeccionar.

### Transparencia de las operaciones vinculadas

La Ley Financiera impone obligaciones de transparencia en las operaciones vinculadas, de manera que se eviten abusos por parte de directivos y consejeros contra los intereses del accionista.

La Ley, que modifica varios párrafos del artículo 35 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, establece que son personas vinculadas, los accionistas con participaciones significativas, los administradores y directivos de la sociedad, así como cualquier otra persona física o jurídica que actúe por cuenta de éstos, que pertenezca a su grupo, o actúe con ellos de forma concertada.

### Régimen de la comunicación de información relevante y del uso de información privilegiada

La Ley refuerza la regulación de la información privilegiada y relevante.

La nueva normativa da nueva redacción al artículo 81 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, ampliando el concepto de información privilegiada a otros instrumentos distintos de los propios valores negociables, "se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiera a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros o a uno o varios emisores de valores negociable o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización".

En cuanto a la información relevante la nueva Ley modifica el artículo 82 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, desarrollando de forma detallada la información relevante que debe ser comunicada al mercado. El nuevo artículo establece que "se considerará información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonable para adquirir o transmitir valor o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización .. Los emisores de valore están obligados a difundir inmediatamente al mercado mediante comunicación a la C.N.M.V. toda información relevante".

En relación también con la información relevante la Ley Financiera modifica los 83 y 89 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores e incorpora a dicha Ley los artículos 83 bis y 83 ter. En este articulado el legislador establece una serie de medidas preventivas de organización de las entidades que prestan servicios en los mercados de valores para impedir la filtración de información. Asimismo la transparencia y la ética en las actuaciones se extienden a los directivos, administradores y empleados. □

Amelia Sánchez. Bolsa de Madrid.

▶ no se adoptasen las medidas propuestas por la Comisión Europea en el pasado y recordadas por el informe Lamfalussy. Sólo entonces, en el marco de una legislación mínima moderna y ágil y unos estándares comunes podría tener sentido una SEC para el ámbito de la UE. Lo contrario supondría comenzar la casa por el tejado. De hecho, la cumbre de Estocolmo, que pretendía presentarse como una cumbre que profundizase en reformas estructurales de la economía europea, no logró apenas avance alguno en la liberalización de algunos mercados críticos como el del gas y el de la electricidad -dos de los temas pendientes en la agenda europea- y un progreso sólo discreto en la formación de un mercado financiero europeo. Mientras tanto, las empresas europeas seguirán pagando un coste del capital más alto, tendrán menores posibilidades de financiación que las norteamericanas, y nos quejaremos de la nefasta influencia de la recesión en Estados Unidos sobre las



economías europeas. La UE necesita mayores dosis de magnanimidad. Una ilusión débil acaba matando a cámara lenta cualquier proyecto político o económico. Desde hace años la Unión Europea (UE) avanza por este camino. El informe Lamfalussy era un buen punto de partida. Sus deficiencias pueden ser corregidas por una acción enérgica de la Comisión Europea y el Consejo de Ministros. Sin embargo, el avance en los últimos seis meses no ha sido brillante. Sería una pena que en una materia de tanta trascendencia como ésta, la apatía y las desgana acabaran por detener de nuevo una reforma imprescindible para el futuro de la UE. □